



VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ

BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY

FAKULTA PODNIKATELSKÁ

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT

ÚSTAV FINANCÍ

INSTITUTE OF FINANCES

**STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU VÝNOSOVOU
METODOU**

VALUATION OF THE FIRM BY USING INCOME CAPITALIZATION APPROACH

DIPLOMOVÁ PRÁCE

MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE

AUTHOR

Bc. Iveta Leichmanová

VEDOUCÍ PRÁCE

SUPERVISOR

Ing. Michal Karas, Ph.D.

BRNO 2019

Zadání diplomové práce

Ústav: Ústav financí
Studentka: **Bc. Iveta Leichmanová**
Studijní program: Ekonomika a management
Studijní obor: Účetnictví a finanční řízení podniku
Vedoucí práce: **Ing. Michal Karas, Ph.D.**
Akademický rok: 2018/19

Ředitel ústavu Vám v souladu se zákonem č. 111/1998 Sb., o vysokých školách ve znění pozdějších předpisů a se Studijním a zkušebním řádem VUT v Brně zadává diplomovou práci s názvem:

Stanovení hodnoty podniku výnosovou metodou

Charakteristika problematiky úkolu:

Úvod
Cíle práce a metody zpracování
Teoretická východiska ohodnocení podniku
Strategická a finanční analýza podniku
Návrh finančního plánu
Návrh výsledného ocenění
Závěr
Seznam použité literatury
Přílohy

Cíle, kterých má být dosaženo:

Cílem práce je stanovit hodnotu podniku s použitím metody DCF entity. Za tímto účelem provede studentka finanční analýzu za posledních 5 let, dále strategickou analýzu a sestaví finanční plán, provede odhad diskontní sazby a sestaví výsledné ocenění.

Základní literární prameny:

KRABEC, T. Oceňování podniku a standardy hodnoty. Praha: Grada, 2009. 261 s. ISBN 978-80-2-7-2865-0.

KISLINGEROVÁ, E. Oceňování podniku. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2003. 402 s. ISBN 80-86119-57-2.

MAŘÍK, M. Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy. 4. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2018. 551 s. ISBN 978-80-87865-38-5.

MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy. Praha: Ekopress, 2011. 548 s. ISBN 978-80-86929-80-40.

MAŘÍKOVÁ, P. a M. MAŘÍK. Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku. 1. vyd. Praha: IOM-VŠE, 2007. 242 s. ISBN 978-80-245-1242-6.

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2018/19

V Brně dne 28.2.2019

L. S.

doc. Ing. Vojtěch Bartoš, Ph.D.
ředitel

doc. Ing. et Ing. Stanislav Škapa, Ph.D.
děkan

Abstrakt

Diplomová práce se zabývá stanovení hodnoty vybraného podniku pomocí výnosové metody, konkrétně metodou diskontovaného cash flow ve variantě entity. Teoretická část obsahuje základní teoretická východiska potřebná pro oceňování podniku. Praktická část obsahuje strategickou, finanční a SWOT analýzu podniku, prognózu generátorů hodnoty, finanční plán a na závěr je stanovena hodnota podniku 31.12.2017.

Abstract

The master's thesis deals with the estimation of the value of a chosen company by using the income-based valuation method, especially by Discounted Cash Flow in variant entity. The theoretical part includes the basic theoretical framework needed to valuation of company. The practical part includes strategic, financial and SWOT analysis of company, prognosis of value drivers, financial plan and in conclusion, it estimations of the value company to date 31.12.2017.

Klíčová slova

Hodnota společnosti, finanční analýza, strategická analýza, SWOT analýza, finanční plán, průměrné vážené náklady kapitálu, diskontované cash flow.

Key words

Value of company, Financial analysis, Strategic analysis, SWOT analysis, Financial plan, Weighted average cost of capital, Discounted cash flow.

Bibliografická citace

LEICHMANOVÁ, Iveta. *Stanovení hodnoty podniku výnosovou metodou* [online]. Brno, 2019 [cit. 2019-05-08]. Dostupné z: <https://www.vutbr.cz/studenti/zav-prace/detail/119923>. Diplomová práce. Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, Ústav financí. Vedoucí práce Michal Karas.

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že předložená diplomová práce je původní a zpracovala jsem ji samostatně. Prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná, že jsem ve své práci neporušila autorská práva (ve smyslu Zákona č. 121/2000 Sb., o právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským).

V Brně dne 4. května 2019

.....

podpis studenta

Poděkování

Na tomto místě bych ráda poděkovala vedoucímu mé diplomové práce Ing. Michalu Karasovi Ph.D. za jeho cenné rady a připomínky během zpracování diplomové práce.

Dále bych chtěla poděkovat svým blízkým za podporu při psaní práce i při celém studiu.

OBSAH

ÚVOD	10
1 CÍL A METODIKA PRÁCE	11
2 TEORETICKÁ VÝCHODISKA PRÁCE	12
2.1 Základní pojmy pro ocenění podniku	12
2.1.1 Předpisy užívané k oceňování podniku	12
2.1.2 Podnik jako předmět ocenění.....	13
2.1.3 Hodnota podniku.....	14
2.1.4 Kategorie hodnoty podniku	15
2.2 Důvody oceňování podniku	19
2.3 Doporučený postup při oceňování podniku	20
2.3.1 Sběr vstupních dat.....	22
2.3.2 Strategická analýza	22
2.3.3 Finanční analýza	28
2.3.4 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná	34
2.3.5 Generátory hodnoty	35
2.3.6 Finanční plán.....	38
2.4 Ocenění výnosovými metodami.....	41
2.4.1 Metoda diskontovaných peněžních toků.....	41
3 ANALÝZA SOUČASNÉHO STAVU	49
3.1 Charakteristika oceňovaného podniku	49

3.2	Strategická analýza.....	50
3.2.1	Analýza makrookolí podniku.....	50
3.2.2	Analýza mikrookolí podniku	60
3.2.3	Analýza vnitřního potenciálu - McKinseyho Model 7S	64
3.3	Finanční analýza.....	67
3.3.1	Analýza absolutních ukazatelů	68
3.3.2	Analýza poměrových ukazatelů.....	76
3.3.3	Analýza soustav ukazatelů.....	84
3.3.4	Souhrnné zhodnocení dosažených poznatků z finanční analýzy	85
3.4	SWOT analýza	87
4	VLASTNÍ NÁVRHY ŘEŠENÍ	89
4.1	Zohlednění důsledků leasingového financování na výši provozně nutného kapitálu a KPVH.....	89
4.2	Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná	93
4.3	Generátory hodnoty.....	95
4.3.1	Prognóza tržeb	96
4.3.2	Prognóza ziskové marže	100
4.3.3	Prognóza pracovního kapitálu	103
4.3.4	Prognóza investic do dlouhodobého provozně nutného majetku	105
4.4	Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty	110
4.5	Finanční plán.....	111

4.5.1	Plánovaný výkaz zisků a ztrát.....	112
4.5.2	Plánovaný výkaz peněžních toků.....	114
4.5.3	Plánovaná rozvaha	117
4.5.4	Finanční analýza plánu	118
4.6	Náklady kapitálu	120
4.6.1	Náklady na cizí kapitál	120
4.6.2	Náklady na vlastní kapitál.....	121
4.6.3	Průměrné vážené náklady kapitálu WACC	122
4.7	Návrh výsledného ocenění	123
ZÁVĚR		126
SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ		128
SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK A SYMBOLŮ		133
SEZNAM GRAFŮ		134
SEZNAM OBRÁZKŮ		135
SEZNAM TABULEK		136
SEZNAM PŘÍLOH.....		141

ÚVOD

Podniky procházejí postupem času mnoha změnami, jsou ovlivňovány nejen ekonomickou, ale také politickou situací ve státě. Od počátku 90. let 20. století prošlo podnikatelské prostředí v České republice řadou podstatných změn jako je vstup České republiky do Evropské unie, transformace ekonomiky a mnoho dalších. Jedním z aspektů, který posunul problematiku hospodaření podniku do popředí a téma oceňování podniku se tak stalo více aktuálním, byla ekonomická hospodářská krize. Tržní hodnota ocenění se tak stala podstatným hlediskem při rozhodování o investici pro všechny, kdo podstupují riziko při investování finančních prostředků. Všechny tyto změny znamenaly zvýšení důležitosti hodnoty podniku pro manažery, vlastníky ale i banky a investory.

V současné době nastává stále častěji situace, kdy se provádí ocenění podniku z důvodu koupě či prodeje podniku, nebo spojení dvou nebo více podniků apod. Do ekonomiky tak proniká fenomén podnikových akvizic a fúzí, které jsou stále významnější. V souvislosti s ním je nutnou podmínkou znát hodnotu podniku, tedy dokázat ocenit firmu jako celek. Kromě toho nastává samozřejmě další řada situací, kdy je třeba podniky oceňovat.

Základním cílem podniku je maximalizace tržní hodnoty, tu lze určit právě pomocí stanovení hodnoty podniku. Ocenění podniku je velice náročný proces, při kterém se podnik považuje za zboží, které je určeno ke směně a je tedy potřeba stanovit jeho hodnotu. Proces oceňování podniku klade vysoké nároky na znalce pro oceňování podniku. Je nutná analýza minulosti, současnosti ale i budoucnosti konkrétní oceňované firmě, ale také je potřeba mít znalosti o ekonomickém a odvětvovém prostředí a znát její konkurenci. Dále se musí brát v úvahu dostupnost a pravdivost vstupních údajů, stanovisko oceňovatele, účel ocenění apod. V odborné literatuře existuje mnoho různých metod vedoucích ke stanovení hodnoty podniku, aby tato hodnota měla vysokou vypovídací schopnost, je důležité stanovit primární účel ocenění, pro který je podnik oceňován. Literatura stanovuje určitá doporučení pro vybrání metody oceňování, nicméně, vždy je zde ve velké míře zastoupen subjektivní postoj oceňovatele, proto lze říci, že neexistuje žádná objektivní hodnota.

1 CÍL A METODIKA PRÁCE

Cílem práce je stanovit hodnotu podniku výnosovou metodou, konkrétně metodou diskontovaného cash flow ve variantě entity. Hodnota podniku bude stanovena k 31.12.2017. Za tímto účelem je potřeba splnit parciální cíle práce. Parciální cíle spočívají v:

- provedení strategické analýzy podniku - analýza makrookolí a mikrookolí podniku,
- provedení finanční analýzy za posledních 5 let – horizontální a vertikální analýza, analýza poměrových ukazatelů,
- sestavení finančního plánu,
- aplikování výnosové metody – metoda DCF entity.

Práce je rozdělena do dvou částí. První část práce je teoretická, zde jsou shrnuty základní východiska práce, které jsou pro objasnění a pochopení dané problematiky potřebné. Teoretický rozbor byl proveden na základě literární rešerše z dostupné odborné literatury, která se danému tématu věnuje. Poznatky z teoretické části dále slouží jako východisko pro praktickou část práce. Praktická část práce se dále člení na analytickou a návrhovou. V analytické části práce je analyzován současný stav podniku a na základě této analýzy je pak v poslední části práce provedeno samotné ocenění podniku. Závěrem je výrok o hodnotě podniku k 31.12.2017.

Všech výše uvedených cílů bude dosaženo za použití základních výzkumných metod a nástrojů. Základní je metoda deskripce, za pomoci níž jsou popsány základní pojmy potřebné k procesu oceňování. Jednou z dalších metod je analyticko-syntetická metoda, při níž dochází k deagregaci složitých celků na základních částí a zkoumání jejich podstaty, zákonitostí, vzájemných vztahů a vzájemného působení podstatných částí. Další používanou metodou je historická metoda, jejíž podstatou je pozorování vývoje a hodnocení procesu vývoje, cílem je porozumět vývojovým trendům. Další využívanou metodou bude matematicko-statistické metody analýzy časových řad a jednoduché regrese. A také je zde využita logicko-systematická metoda, jedná se o připojování nových fakt k výchozí situaci (42, str. 26-27, 43, str. 48-49).

2 TEORETICKÁ VÝCHODISKA PRÁCE

Nejprve je nutné se seznámit se základními pojmy a terminologií pro pochopení dané problematiky. Především se jedná o teoretická východiska, která jsou důležitá pro zpracování praktické části diplomové práce. První část této kapitoly se zaměřuje na vymezení základních pojmů, důvodů, proč a jakým způsobem se podniky oceňují. V další části této kapitoly je pozornost zaměřena na deskripci strategické a finanční analýzy potřebné pro ocenění podniku. Poslední část této kapitoly bude zaměřena na metody ocenění.

2.1 Základní pojmy pro ocenění podniku

Aby bylo možné porozumět dané problematice, je potřebné si nejprve vymežit základní pojmy pro oceňování podniku. Zejména se jedná o definování předpisů, dle kterých se postupuje při oceňování podniku, dále definice samotného podniku a hodnot, včetně stanovení jejich hladin a kategorií.

2.1.1 Předpisy užívané k oceňování podniku

Existuje několik předpisů a norem, které zaštiťují problematiku oceňování, ale mále z nich je zakotveno v české legislativě. V současné době Česká republika nedisponuje právními předpisy, které by byly pro účely oceňování podniku závazné. Pro tyto účely je potřeba, aby oceňovatelé při oceňování podniku vycházeli z ekonomické teorie a řídili se předpisy, které mají určitým dílčím způsobem vliv na oceňování podniků (1, str. 22). Právní rámec oceňování v ČR řeší zejména tyto předpisy:

- zákon č. 151/1997 Sb. o oceňování majetku,
- vyhláška ministerstva financí č. 441/2013 Sb., kterou se provádějí některá ustanovení zákona č. 151/1997 Sb. o oceňování majetku,
- metodický pokyn České národní banky – určen pouze pro znalecké posudky, které jsou předkládány České národní bance (2).

Zákon o oceňování majetku spolu s navazující vyhláškou Ministerstva financí ČR jsou závazné pro určité případy, jedná se zejména o ocenění dílčích majetkových položek jako je nemovitost, nehmotný majetek apod. (1, str. 22).

2.1.2 Podnik jako předmět ocenění

Tématem této diplomové práce je ocenění podniku, je proto velice důležité stanovit, co se pod označením podnik vlastně rozumí. Pod samotný pojem podnik lze v literatuře najít mnoho definicí. Stěžejní je však zákonná definice podniku¹, která je uvedena v zákoně č. 89/2012 Sb. občanském zákoníku. Dále jsou zde definovány také pojmy „jmění“² a „podnikatel“³, které jsou důležité pro pochopení problematiky podniku jako předmětu ocenění.

Ze zmíněných definic tedy vychází, že součástí podniku je veškerý hmotný, nehmotný majetek ale také lidský činitel, práva a jiné majetkové hodnoty, které podnikateli slouží k výkonu svoji činnosti. Součástí jsou zároveň i jeho dluhy, které mají nemalý vliv na hodnotu podniku, proto je nezbytné při oceňování vzít v úvahu i rozsah těchto závazků. Dále je nutné brát ohled na synergický efekt jednotlivých majetkových položek podniku, tedy nahlížet na podnik jako na funkční celek a ne jen jako soubor různých majetkových položek. Za podnik se považuje vzájemná kooperace majetkových hodnot, pokud plní základní podnikový účel, tedy tvorbu zisku (4, str. 8-10).

Je nutné na podnik nahlížet jako na věc hromadnou, která byla založena za účelem dosahování zisku, vyznačuje se primárním goodwillem jež zvyšuje hodnotu funkčního celku (18, str. 17).

¹ „Obchodní závod (dále v rámci diplomové práce je používán termín podnik, který je chápán stejně jako občanský zákoník vymezuje pojem obchodní závod) je organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu.“ (3, § 502)

² „Souhrn všeho, co osobě patří, tvoří její majetek. Jmění osoby tvoří souhrn jejího majetku a jejích dluhů.“ (3, § 495)

³ „Kdo samostatně vykonává na vlastní účet a odpovědnost výdělečnou činnost živnostenským nebo obdobným způsobem se záměrem činit tak soustavně za účelem dosažení zisku, je považován se zřetelem k této činnosti za podnikatele.“ (3, § 420)

2.1.3 Hodnota podniku

V předchozí podkapitole bylo formulováno právní vymezení pojmu podnik, pro potřeby oceňování podniku může ekonomická teorie chápat pojem podnik jako zboží, určené ke směně. Na základě procesu ocenění se snažíme stanovit konkrétní objektivní hodnotu podniku. Avšak je třeba zmínit, že objektivní hodnota podniku je relativní pojem, jelikož ve své podstatě neexistuje. Z hlediska oceňování podniku je potřeba rozlišovat pojem hodnota a cena. Jelikož hodnota podniku není rovna ceně jako tomu bývá u jiného druhu zboží. Tuto skutečnost také potvrzuje výrok Oscara Wilda, který řekl: „*Nowdays people know the price of everything and the value of nothing.*“ (4, str. 10-11).

Pro stanovení hodnoty podniku nejsou určující náklady nebo dosavadní výnosy, ale je potřeba hodnotu podniku chápat v ekonomickém pojetí. Jedná se tedy o vztah mezi určitým subjektem a objektem za předpokladu racionálního chování a vyplývá z následujících skutečností:

- lidské potřeby nemají hranice,
- zdroje k uspokojení lidských potřeb jsou omezeny (1, str. 23).

Hodnota záleží kromě již uvedeného také na budoucím finančním užitku, který se z držení podniku očekává. „*Hodnota podniku je tedy dána očekávanými budoucími příjmy (buď na úrovni vlastníků, nebo na úrovni všech investorů do podniku, tj. vlastníků i věřitelů) převedenými (diskontovanými) na jejich současnou hodnotu.*“ Předpokládá se tedy neomezené trvání podniku a v dlouhém časovém výhledu můžeme příjmy jen predikovat, nelze je objektivně stanovit. Jinými slovy lze říci, že hodnotou podniku se má na mysli peněžní vyjádření budoucnosti podniku, v níž věříme, jedná se tedy o odhad, který je názorem autora ocenění. (1, str. 11).

Hodnota podniku je možno oceňovat na různých hladinách, a to především prostřednictvím brutto a netto hodnoty, rozdíl je především v počtu a míře započitatelnosti prvků podniku:

- Brutto hodnota – hodnota podniku jako celku, jak pro vlastníky, tak pro věřitele. Odpovídá přibližně výši obchodnímu majetku definovanému v občanském zákoníku (5).

- Netto hodnota – hodnota podniku pro vlastníky, v principu je oceňován vlastní kapitál. Jedná se o hodnotu majetku sníženou o hodnotu závazků podniku (5).

2.1.4 Kategorie hodnoty podniku

Použití jednotlivých kategorií hodnot modifikuje v určitém rozsahu základní přístup k ocenění, proto je velice důležité stanovení hledané kategorie hodnoty pro ocenění. Základní kategorie hodnoty lze rozčlenit následovně:

- tržní hodnota,
- subjektivní (investiční) hodnota,
- spravedlivá hodnota,
- objektivizovaná hodnota,
- komplexní přístup na základě Kolínské školy (1, str. 25).

Rozdíl těchto základních kategorií hodnot spočívá v tom, že každá z nich se snaží odpovědět na jinou praktickou otázku. Bližší přiblížení jednotlivých kategorií hodnoty je uveden níže (1, str. 25).

Tržní hodnota

Pro porozumění pojmu tržní hodnota je nutné si interpretovat předpoklady, za kterých je možné tuto hodnotu formulovat. Předpokladem této kategorie je, že existuje trh s podniky, nebo alespoň s podíly na vlastním kapitálu podniků, na kterém se díky poptávky a nabídky kupujících a prodávajících, vytváří tržní cena (6, str. 9).

„Kolik je ochoten za podnik zaplatit běžný zájemce na trhu?“

Potenciální tržní cena, která je předmětem odhadu, je označována výrazem tržní hodnota (6, str. 9).

Zákon č. 563/1991 Sb. o účetnictví definuje tržní hodnotu jako: „*Tržní hodnotou se rozumí hodnota, která je vyhlášena na evropském regulovaném trhu nebo na zahraničním trhu obdobném regulovanému trhu.*“ (8, § 27)

International Valuation Standards Council (IVSC) je nezávislá mezinárodní organizace pro oceňování, která vypracovává všeobecně přijímané normy pro oceňování aktiv, označované jako International Valuation Standards (Mezinárodní oceňovací standardy, zkr. IVS). Tyto standardy řeší problematiku definice tržní hodnoty a kladnou jí mimořádný význam. IVS definuje tržní hodnotu jako: „*Market value is the estimated amount for which an asset should exchange on the valuation date between a willing buyer and a willing seller in an arm's length transaction, after proper marketing and where the parties had each acted knowledgeably, prudently and without compulsion.*“ (7) (překlad: Tržní hodnota je odhadovaná částka, za kterou by se aktivum mělo v den ocenění směňovat mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím v nezávislé transakci po řádném uvedení na trh a kdy strany jednaly vědomě, obezřetně a bez nátlaku.

Tržní hodnotou se rozumí hodnota aktiva, avšak nehledě na náklady spojené s prodejem či koupí a souvisejících daní. V předešlých verzích Mezinárodních oceňovacích standardů jsou významná citáty, ze kterých prof. Mařík jasně konstatoval, že tržní hodnota může být stanovena různými metodami (u nás nejčastěji pomocí výnosových metod) a nejen odvozením z cen daného aktiva na trhu. Avšak zároveň dodává, že finanční plán, projekce výnosů a diskontní míra musí být alespoň částečně postaveny a vycházet z tržních dat (1, str. 28-29).

Subjektivní (investiční) hodnota

Rovněž jako předchozí kategorie hodnoty byla charakterizována výstižnou otázkou, tak stejně tak i tato kategorie hodnoty je definována podobným způsobem.

„Jakou má podnik hodnotu z pohledu konkrétního kupujícího?“

Z podstaty otázky vyplývá, že subjektivní hodnota je investiční hodnotou, která je dána přínosem, který konkrétní entita získá z držení daného aktiva.

Stejně jako předchozí kategorii hodnoty, tak i tuto nalezneme v IVS. Definice investiční hodnoty je zde definována následovně: „*Investment Value is the value of an asset to a particular owner or prospective owner for individual investment or operational objectives.*“ (7) (překlad: Investiční hodnota je hodnota aktiva pro konkrétního majitele nebo potenciálního majitele pro individuálně stanovené investiční nebo provozní cíle.)

Investiční hodnota je charakteristická tím, že budoucí cash flow je predikováno čistě na základě představ manažerů oceňovaného podniku a diskontní míra je určena dle alternativních možností investovat, které daný subjekt má. To znamená že tyto hodnoty jsou velice subjektivní a její využití je spíše pro stanovení vyjednávacích mantinelů při investování, tedy výsledná hodnota by měla být kompromise mezi nimi (1, str. 34).

Spravedlivá hodnota

Tato kategorie hodnoty hledá odpověď na otázku:

„Za jakou hodnotu by bylo spravedlivé, aby byl podnik převeden mezi konkrétní dvojicí subjektů?“

Stejně tak jako předchozí dvě hodnoty, tak i tuto hodnotu definuje IVSC ve svých standardech a to následovně: „*Equitable Value is the estimated price for the transfer of an asset or liability between identified knowledgeable and willing parties that reflects the respective interests of those parties.*“ (7) (překlad: Spravedlivá hodnota je odhadovaná cena za převod aktiva nebo závazku mezi informovanými a ochotnými stranami, které odráží příslušné zájmy těchto stran.)

Objektivizovaná hodnota

Další kategorií je objektivizovaná hodnota, která je protikladem již výše definované subjektivní hodnoty. Na rozdíl od subjektivní hodnoty, kterou si jsou finančně vzdělání vlastníci či zájemci schopni spočítat sami, je potřeba při stanovení objektivizované hodnoty kvalifikovaný profesionální odhadce.

Je důležité brát v potaz, že nelze dosáhnout objektivní hodnoty, jedná se pouze o nereálný pojem, z tohoto důvodu vznikla v německy hovořících zemích tzv. objektivizovaná hodnota. Její definice je z německých oceňovacích standardů IDW Standard a její překlad podle prof. Maříka je následující: „*Objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku.*“ (1, str. 35)

I tato hodnota lze charakterizovat odpovědí na otázku, která by zněla takto:

„Jakou hodnotu lze považovat za relativně méně spornou?“

Pro definici dle německých oceňovacích standardů a odpověď na uvedenou otázku je společné, že stanovení objektivizované hodnoty je nezávislé na subjektivních odhadech nebo „přání“ vlastníků podniku, při jejím výpočtu musí být dodrženy určité zásady a požadavky a je postavena na všeobecně uznávaných datech (1, str. 35).

Kolínská škola

Kolínská škola zastává názor, že by se mělo ocenění modifikovat v závislosti na obecných funkcích, které má ocenění pro uživatele jeho výsledků, nikoli v závislosti na jednotlivých podnětech (1, str. 38). Z tohoto důvodu rozlišuje několik základních funkcí oceňování:

- Funkce poradenská – spočívá v poskytnutí informací o maximální a minimální ceně. Jedná se o maximální cenu kupujícího neboli hraniční hodnotu kupujícího, kterou je ochoten zaplatit, aby pro něj transakce nebyla ztrátová. A minimální cena prodávajícího neboli hraniční hodnota prodávajícího, kterou je ochoten přijmout, aby pro něj transakce nebyla ztrátová (1, str. 39).

- Funkce rozhodčí – nastupuje po funkci poradenské. Do procesu vstupuje rozhodčí (nezávislý oceňovatel), který by měl odhadnout hraniční hodnoty kupujícího a prodávajícího a v rámci tohoto rozpětí nalézt spravedlivou hodnotu (1, str. 39).
- Funkce argumentační – slouží k hledání argumentů oceňovatelem, které dále slouží jako podklad pro jednání ke zlepšení pozice dané strany (1, str. 39).
- Funkce komunikační – jedná se o poskytnutí podkladů pro komunikaci s veřejností (1, str. 39).
- Funkce daňová – obdobně jako u funkce komunikační, má za cíl poskytnout podklady a to pro daňové účely (1, str. 38).

2.2 Důvody oceňování podniku

Zaměříme-li se na současný důvod oceňování podniku, tedy oprostíme se od původního důvodu, proč rating vznikl, zjistíme, že klíčovým důvodem oceňování je, aby zákazníkovi, který si danou službu objednal, přinesl určitý užitek. Podněty závisí na potřebách objednatele a cílů kterým má toto ocenění sloužit.

Jak již bylo v úvodu zmíněno, aby bylo možné podnik ocenit co nejpřesněji, je nutné a velice důležité znát, z jakého důvodu dochází k oceňování podniku a co od výsledku očekáváme. Podnik lze oceňovat z několika různých důvodů, pan Krabec ve své knize uvádí např. Důvody pro ocenění rozdělené dle toho, zda si podnik toto ocenění provádí z vlastní iniciativy, na základě zákonných předpisů, smluvních vztahů či z důvodu externího finančního výkaznictví. Podmětem pro ocenění může být na základě rozličných podnikatelských potřeb apod. (18, str. 214).

Jiná pohled na věc přináší pan Mařík, ten rozlišuje na základě, zda ocenění souvisí se změnou vlastnictví podniku či nikoli.

- Ocenění souvisí s vlastnickými změnami, například:
 - koupě a prodej podniku na základě smlouvy o prodeji,
 - ocenění v souvislosti s fúzí,
 - ocenění v souvislosti s rozdělování podniku,
 - ocenění v souvislosti s nabídkou na převzetí,

- Ocenění nesouvisí s vlastnickými změnami:
 - změna právní formy společnosti,
 - ocenění v souvislosti s poskytnutím úvěru,
 - ocenění v souvislosti se sanací podniku.

Je nutné, aby u každého ocenění bylo jasné zmíněno, jaký je důvod ocenění, o jakou kategorii hodnoty se jedná a k jakému datu hodnota platí (1, str. 42-43). Jelikož různé podněty znamenají různé zadání pro oceňovatele a ty vyžadují rozdílné metody a povedou tak k odlišným výsledkům, proto je velice důležité klást důraz na podnět ocenění (6, str. 9).

2.3 Doporučený postup při oceňování podniku

Je nutné si uvědomit, že oceňování podniku je velice náročný a dlouhý proces v rámci něhož má oceňovatel za úkol řešit spoustu problémů v předstihu, tedy před samotným závěrečným vyjádření o hodnotě podniku k datu ocenění. Před zahájením prací je potřebné si stanovit a vyjasnit jeden z klíčových problémů, a to důvod či účel ocenění, jaká kategorie hodnoty by měla být výsledkem ocenění a představa o termínu řešení (2, str. 25).

Existuje několik postupů při oceňování podniku, výběr závisí na zvolené metodě oceňování. V rámci této kapitoly bude nastíněn univerzální postup pro stanovení hodnoty podniku, nicméně tento postup lze dále v praktické části práce modifikovat dle potřeb konkrétního podniku tak, aby byl podnik oceněn co nejoptimálněji (1, str.71).

Předpokladem oceňování podniku je, že podnik je schopen dlouhodobě přežít v budoucnosti a tvořit hodnotu. Toto zjištění by mělo předcházet na základě výsledků strategické a finanční analýzy před samotným hodnocením podniku (6, str.14).

Níže je nastíněn základní obecný postup při oceňování podniku.

1. Vymezení zadání práce
 - Je nutné vymezit důvod pro který je ocenění prováděno.

2. Vytvoření pracovního týmu
 - Pracovní tým by se měl skládat nejen z vedoucího týmu, specialistů a asistentů, ale je zde důležitá i účast zástupců top managementu oceňovaného podniku, ti jsou nositeli informací z podniku.
3. Plán práce
 - Je nutné na počátku ve vazbě na konečný termín sestavit časový harmonogram práce
4. Sběr vstupních dat
 - Pro co nejpřesnější a nejkvalitnější ocenění je nezbytné mít k dispozici velké množství informací.
5. Analýza dat
 - Strategická analýza
 - Finanční analýza pro zjištění finančního zdraví podniku
 - Rozdělení aktiv podniku na provozně nutná a nenutná
 - Analýza a prognóza generátorů hodnoty
 - Orientační ocenění na základě generátorů hodnoty
6. Sestavení finančního plánu
7. Ocenění
 - Volba metody
 - Ocenění podle zvolených metod
 - Souhrnné ocenění
8. Syntéza výsledků
 - Ze zjištěných výsledků na závěr formulovat závěrečné vyjádření.
9. Závěr (4, str. 25-27 a 1, str. 71).

Profesor Mařík uvádí ve své publikaci doporučený postup, který je uveden pod bodem 4., 5. a 6. výše. Tyto jednotlivé body základního obecného postupu oceňování podniku jsou dále detailněji popsány v následujících podkapitolách.

2.3.1 Sběr vstupních dat

Sběr vstupních dat je základním krokem pro ocenění podniku, který je velice důležitý. Tyto informace jsou potřebné pro další kroky při oceňování a jejich kvalita a množství mají vliv na konečný výsledek. Data lze rozdělit do několika skupin. První skupinou jsou základní data o podniku, která identifikují samotný podnik. Zdrojem těchto informací může být úplný výpis z obchodního rejstříku. Součástí těchto údajů jsou také ekonomická data, jakožto účetní výkazy, výroční zprávy apod., které tvoří druhou skupinu. Třetí skupina informací se týká relevantního trhu, jedná se především o vymezení trhu, na kterém se podnik pohybuje, segmentace trhu a faktory trhu. S tímto trhem souvisí i další skupina informací, a to o konkurenční struktuře. Je nutné zjistit údaje o konkurenci, substitutech a identifikovat bariéry stupu do odvětví. Pátou skupinou tvoří informace o odbytu a marketingu. Neméně důležité jsou data o dodavatelích, majetku, technologiích, zásobách. A poslední skupinou jsou pracovníci, jejich struktura, situace na trhu práce, produktivita práce, fluktuace zaměstnanců apod. Je nutné uvést, že se nejedná o taxativní výčet informací, stejně tak nejsou všechny vyjmenované informace vždy nezbytnou součástí ocenění. Nelze striktně oddělit faktory, které jsou nezbytné a které lze opomenout, vše je závislé na účelu ocenění, typu podniku (1, str. 72-73).

2.3.2 Strategická analýza

Jak již bylo zmíněno, po sesbírání dostatečné množství potřebných a kvalitních dat, které mají vliv na konečný výsledek, lze zahájit další podstatný krok, kterým je provedení strategické analýzy. Odborníci považují strategickou analýzu za velice důležitou součást ocenění, nicméně své využití může najít i pro management firmy či potenciální investory (9, str. 8).

Základem pro formulování strategické analýzy, je pochopení jednotlivých pojmů, a to strategie a analýza. Podstatným úkolem strategie je připravit podnik na veškeré situace, které mohou v budoucnu s velkou pravděpodobností nastat. Analýza představuje dekompozici celku na jednotlivé části, jejímž cílem je identifikovat vlastnosti a zákonitosti jednotlivých částí celého komplexu. Z těchto uvedených definic lze vyvodit

závěr pro strategickou analýzu. Cílem strategické analýzy je tedy identifikovat, analyzovat všechny relevantní faktory, které ovlivní volbu cílů a strategie podniku a vzájemné souvislosti mezi těmito faktory (9, str. 9).

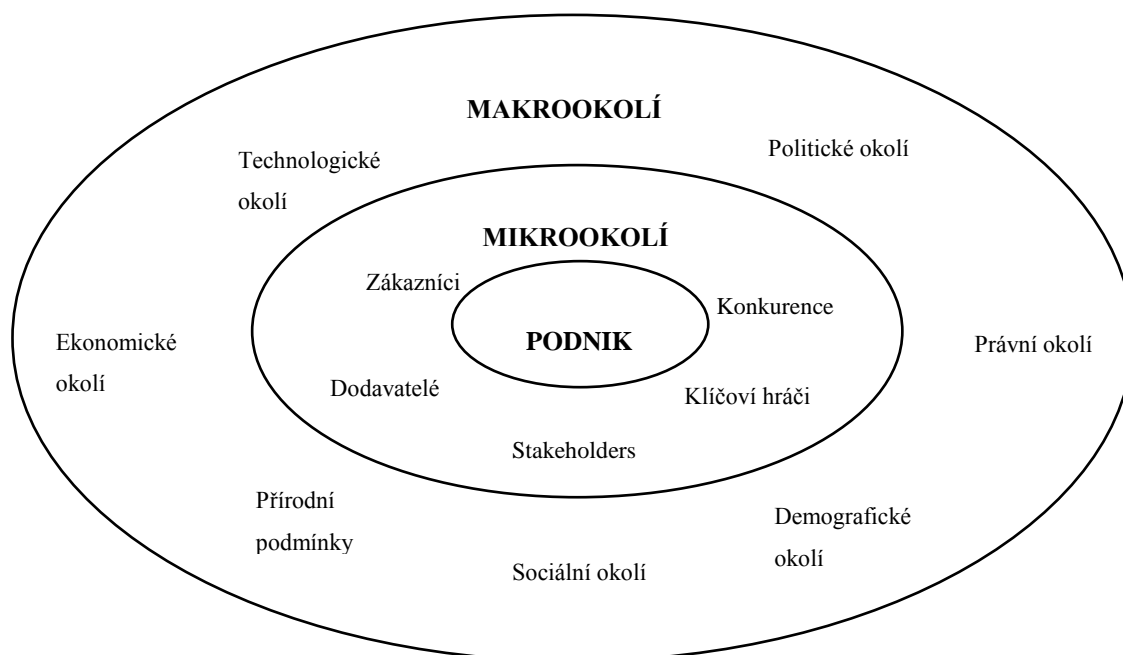
Při provádění strategické analýzy se orientujeme na dva základní okruhy, a to analýza vnějšího okolí podniku a analýza vnitřních zdrojů a schopností podniku. Nejedná se o nezávislé okruhy, ale naopak je nutné je chápat ve vzájemných souvislostech a propojenost mezi nimi (9, str. 10).

Strategickou analýzu lze také dle definice profesora Maříka chápat jako činnost, jejíž funkcí je stanovit celkový výnosový potenciál, kterým podnik disponuje, ten je závislý na vnějším a vnitřním potenciálu podniku (1, str. 74).

Analýza vnějšího potenciálu

Podnik je závislý „organismus“ na okolním světě, ke své existenci potřebuje zákazníky, odběratele, dodavatele atd. Z tohoto důvodu je analýza okolí firmy důležitá. Okolím se má na mysli vše, co je vně podniku a také v nějakém vztahu s ním. Okolí podniku vytváří rizika, která lze chápat jako nejistotu z budoucího vývoje (8, str. 11).

Okolí podniku lze rozdělit na makrookolí a mikrookolí viz obrázek níže.



Obrázek č. 1: Makrookolí a mikrookolí firmy (Vlastní zpracování dle 8, str. 11)

Vývoj makrookolí má podstatný vliv na výkonnost podniku. Hodnocení vývoje podmínek, ve kterých podnik fungoval v minulosti a funguje v současnosti, jakož i odhad budoucího vývoje pomáhá odhadci při hodnocení výkonnosti podniku v minulosti a posouzení reálnosti splnění stanovených cílů v podnikatelském záměru (4, str. 29).

Podnik vlivy makrookolí přijímá a přizpůsobuje se jim bez větších možností je jakkoli ovlivnit, nicméně díky dané analýze na ně může alespoň lépe reagovat (8, str.11).

SLEPTE analýza

V práci bude při analýze makrookolí využita metoda SLEPTE. Jedná se o nástroj strategického řízení podniku, který posuzuje vnější podmínky podniku, a to z makroekonomického pohledu, zaměřuje se na predikci budoucí situace a vývojových trendů. SLEPTE je zkratkou šesti faktorů, které tato analýza studuje:

- S (social) – sociální faktory,
- L (legal) – legislativní faktory,
- E (economic) – ekonomické faktory,
- P (political) – politické faktory,
- T (technological) – technologické faktory,
- E (ecological) – ekologické faktory (11, str. 94)

Tabulka č. 1: SLEPTE analýza (Vlastní zpracování dle 8, str. 12, 12, str. 69-74)

Faktor	Popis
Sociální	<ul style="list-style-type: none"> • Demografické faktory (velikost a stáří populace, geografické rozložení, vzdělanost a mentalita obyvatelstva atd.) • Sociálně-kulturní aspekty – tradice, zvyklosti, kultura • Dostupnost pracovní síly • Makroekonomické charakteristiky trhu práce
Legislativní	<ul style="list-style-type: none"> • zákony, normy, směrnice • funkčnost soudů, vymahatelnost práva
Ekonomický	<ul style="list-style-type: none"> • Makroekonomická situace – inflace, úroková míra, vývoj HDP, měnová stabilita • Daňové faktory • Přístup k finančním zdrojům
Politický	<ul style="list-style-type: none"> • Politická stabilita • Vliv politických skupin • Politické vztahy – zahraniční politika, regionální
Technologický	<ul style="list-style-type: none"> • Podpora vlády v oblasti výzkumu a vývoje • Nové technologie • Úroveň technologie • Morální zastarávání
Ekologický	<ul style="list-style-type: none"> • Ochrana životního prostředí • Nakládání s odpady a využívání obnovitelných zdrojů energie

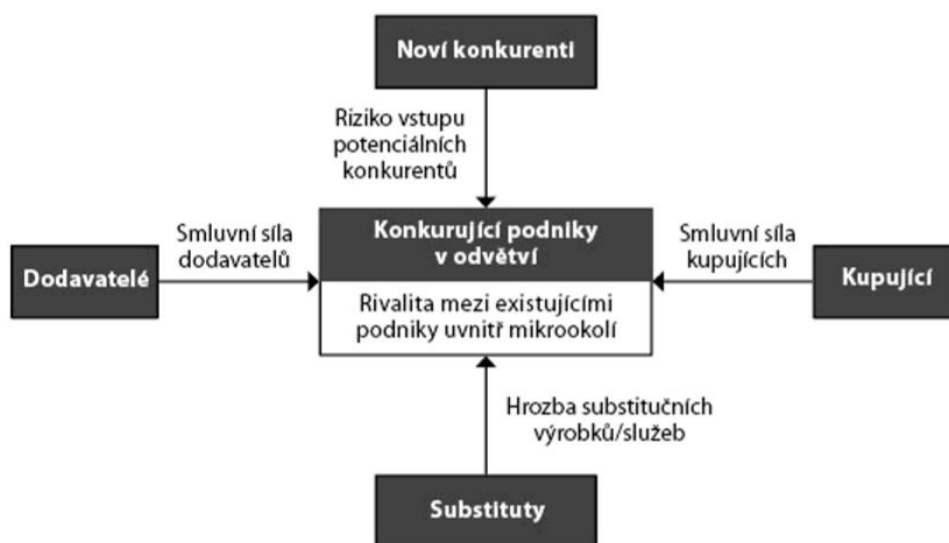
Oproti analýze makrookolí, která hodnotí obecné okolí, analýza mikrookolí hodnotí oborové neboli odvětvové prostředí podniku. Jedná se tedy o charakteristiku a analýzu relevantního trhu, na kterém oceňovaný podnik působí (9, str. 29).

Vlivy mikrookolí firmy je tvořeno subjekty a podmínkami, které jsou z pohledu firmy ovlivnitelné (8, str. 11).

Porterův model pěti sil

V rámci práce bude použita metoda Porterova modelu pěti sil, která analyzuje pět faktorů, které mají na odvětví a společnost vliv. Cílem modelu je analyzovat síly, které v dané odvětví působí a identifikovat, které mají pro firmu z hlediska budoucího vývoje největší význam a které mohou být managementem firmy ovlivněny. Porterův model vychází

z předpokladu, že strategická pozice podniku je určena pěti základními faktory viz obrázek níže (10, str. 131).



Obrázek č. 2: Porterův model pěti sil (Vlastní zpracování dle 8, str. 20)

- Vyjednávací síla dodavatelů – jsou jimi všechny subjekty, které podniku dodávají materiál, zboží, ale i služby, které jsou potřebné pro výkon ekonomické činnosti. Výše vyjednávací síly dodavatelé znamená možnost diktovat si podmínky např. v oblasti ceny, distribuce, objemů zakázek a je závislá na počtu dodavatelů na trhu, nákladech na změnu dodavatele, jedinečnosti výroků a služeb apod. (8, str. 20).
- Vyjednávací síla kupujících – jde o subjekty, které jsou v přímém vztahu s analyzovanou firmou. Zdroj jejich vyjednávací síly je velice podobný jako v předchozím případě, nicméně zde se jedná o monopolní sílu na straně kupujících, nízkých nákladů na přechod k jinému dodavateli, nebo možnost kupujícího vynechat svého dodavatele a nakupovat od prvovýrobce. Kupující si mohou diktovat podmínky v oblasti ceny, objemů zakázek, ale i jiných kontrakčních podmínek (8, str. 21).
- Hrozba substitutů – jedná se o záměnu spotřeby jednoho produktu druhým, který plní obdobnou funkci. Velikost hrozby substitutů se dá zhodnotit z pohledu zákazníka pomocí odpovědí na otázky: Zdali existuje substituční produkt? Jaká je cenová elasticita poptávky po naší produkci? Jaké jsou náklady pro přechod k substitučnímu výrobku? (8, str. 23).

- Hrozba vstupu nových konkurentů – je přímo úměrná atraktivitě daného odvětví, které je dáno vysokými maržemi, nízkou úrovní konkurence, nedostatečně uspokojenou poptávkou a nízkými bariérami vstupu do odvětví (8, str. 25).
- Rivalita mezi existujícími podniky – jedná se o firmy, které na daném trhu nabízejí stejné nebo velmi totožné produkty nebo služby (8, str. 26).

Čím větší je intenzita některé z uvedených sil Porterova modelu, tím má podnik náročnější situaci na trhu, měla by být nastolena rovnováha, aby podnik dosáhl lepší pozice (13, str. 42).

Analýza vnitřního potenciálu

Výše byla popsána analýza vnějšího potenciálu a jeho vlivy na podnik, nicméně pro podnik je také důležitá analýza vnitřního potenciálu podniku, na jeho vnitřních zdrojích a schopnostech právě na tyto externí vlivy reagovat závisí dlouhodobé přežití firmy na trhu (8, str. 31).

McKinseyho Model 7S

V praktické části práce bude pro analýzu vnitřního potenciálu využita analýza Modelu 7S. Jak už název napovídá, skládá se ze sedmi faktorů, které se navzájem ovlivňují:

- Strategy – strategie – definuje způsob dosahování vizí podniku a její reakce na hrozby a příležitosti.
- Structure – struktura – organizační uspořádání v podniku (nadřízenost, podřízenost apod.), které zabezpečuje rozdělení úloh, kompetencí a pravomocí
- Systems – systémy – jedná se o veškeré informační procedury, které probíhají v podniku a slouží k řízení každodenních činností podniku.
- Style – styl vedení – přístup managementu podniku k řízení a řešení problémů.
- Staff – zaměstnanci – lidské zdroje podniku a jejich rozvoj, školení, vztahy mezi nimi, motivace apod.

- Skills – schopnosti – profesní znalosti a dovednosti uvnitř podniku
- Shared values – sdílené hodnoty – odrážejí základní skutečnosti, ideje a principy respektované pracovníky (14, str. 73-75).

2.3.3 Finanční analýza

Po analýze vnitřního a vnějšího potenciálu podniku bude provedena finanční analýza. Finanční analýza je považována za nejdůležitější nástroj finančního řízení podniku, slouží k celkovému zhodnocení finanční situace podniku (15, str. 17).

Finanční analýzou se rozumí systematická analýza získaných dat z účetních výkazů a analýza vztahů mezi nimi a vývojových tendencí. Úkolem finanční analýzy je prověřit finanční zdraví podniku, hodnotí tři časové úrovně, a to firemní minulost, současnost a predikuje budoucnost, a vytvořit základ pro finanční plán. Z těchto důvodů se dá považovat za základní součást prací při oceňování podniku (16, str. 77).

Je nutné si uvědomit, že ukazatelé nemají sami o sobě velkou vypovídající hodnotu, je třeba jejich výsledky interpretovat ve vzájemných souvislostech (15, str. 21, 1, str. 116).

Analýza absolutních ukazatelů

Vstupními daty jsou účetní výkazy obsahující údaje, které se nazývají absolutní ukazatele. Tyto údaje jsou buď stavové nebo tokové. Stavové veličiny tvoří obsah rozvahy, kde vyjadřují stav, hodnotu majetku a kapitálu k určitému datu. Na rozdíl od toho tokové veličiny jsou výkaz zisku a ztrát a také výkaz cash flow, které vyjadřují hodnotu veličin za určitý časový interval (4, str. 63).

Výchozím prvkem finanční analýzy je:

- Horizontální analýza – nazývaná též jako analýza trendů. Zachycuje relativní, ale také absolutní změny jednotlivých položek v čase. Zpravidla se porovnává meziročně dvě po sobě jdoucí období.

$$\text{absolutní změna} = \text{hodnota}_t - \text{hodnota}_{t-1}$$

$$\text{relativní změna} = \frac{\text{absolutní změna}}{\text{hodnota}_{t-1}} \times 100$$

- Vertikální analýza – jedná se o procentní rozbor veličin. Zabývá se vnitřní strukturou absolutních ukazatelů, udává procentní podíly každé položky vůči smysluplné veličině, která představuje 100 %. U rozvahy jsou těmito veličinami zpravidla celková výše aktiv a pasiv, a u výkazu zisku a ztrát je to objem celkových výnosů a nákladů (4, str. 63-64, 16, str. 100).

Analýza poměrových ukazatelů

Data pro analýzu poměrových ukazatelů vychází ze základních účetních výkazů. Pro analýzu jednotlivých vzájemných vazeb a souvislostí mezi ukazateli se dávají do poměru jeden nebo několik účetních položek základních účetních výkazů k jiné položce nebo jejich skupině. Pro účely diplomové práce budou použity ukazatele, které jsou pro potřeby ocenění podniku nejvhodnější vzhledem k základním principům ocenění. Jedná se o skupinu ukazatelů likvidity, zadluženosti, rentability a aktivity (16, str. 115, 4, str. 68).

• Ukazatele likvidity

Likvidita je schopnost podniku v daný čas a v daném rozsahu dostát svým závazkům. Likvidita podniku zkoumá jeden z principů ocenění, a to je schopnost dlouhodobého přežití podniku (4, str. 75, 1, str. 122).

Při hodnocení likvidity je nutné brát v potaz skutečnost, že oběžný majetek neprodukuje žádný zisk a představuje vázanost finančních prostředků, což může vést ke snížení rentability vlastního kapitálu. Z tohoto důvodu zde dochází ke střetu zájmů jednotlivých skupin, vlastníci preferují nižší úroveň likvidity, a naopak věřitelé a zákazníci preferují vyšší. Je nutné hledat a stanovit takovou úroveň likvidity, která bude vyvážená a zaručí tak dostatečné zhodnocení prostředků a také schopnost dostát svým závazkům (4, str. 75, 16, str. 117).

Obecným tvarem ukazatelů likvidity je podíl hodnoty, kterou je možno platit k tomu co je nutno platit. Ukazatelé likvidity lze rozdělit dle úrovně likvidity oběžného majetku na běžnou, pohotovou a okamžitou likviditu (4, str. 75, 16, str. 117).

$$\text{okamžitá likvidita} = \frac{\text{pohotové platební prostředky}^4}{\text{krátkodobé dluhy}^5}$$

Jde o nejužší vymezení likvidity, vstupují sem pouze nejlikvidnější položky rozvahy. Bývá také označována jako likvidita 1. stupně (16, str. 117).

$$\text{pohotová likvidita} = \frac{(\text{oběžný majetek} - \text{zásoby})}{\text{krátkodobé dluhy}}$$

Pohotová likvidita se v literatuře také označuje jako likvidita 2. stupně (16, str. 117).

$$\text{běžná likvidita} = \frac{\text{oběžný majetek}}{\text{krátkodobé dluhy}}$$

Běžná likvidita je označována jako likvidita 3. stupně (16, str. 117).

- **Ukazatelé zadluženosti**

Jedná se o skupinu ukazatelů, které sledují vztah mezi cizími a vlastními zdroji. Zadluženost poukazuje na skutečnost, že podnik používá k financování svých aktivit cizí zdroje. Zadluženost podniku zkoumá další z principů ocenění, a to je schopnost platit své dlouhodobé závazky (16, str. 127, 1, str.122).

Finanční řízení podniku má za úkol stanovit nejen celkovou výši potřebného kapitálu, ale taky stanovit správný poměr mezi cizím a vlastním kapitálem, jedná se o kapitálovou strukturu. Pokud podnik bude používat výhradně vlastní kapitál k financování, může to vést ke snížení celkové výnosnosti, proto může být vyšší finanční páka naopak žádoucí (16, str. 127).

⁴ Peníze a jejich ekvivalenty (tj. šeky a krátkodobé cenné papíry).

⁵ Suma krátkodobých závazků z obchodních vztahů, krátkodobých bankovních úvěrů a krátkodobé finanční výpomoci – všechny povinnosti splatné do 1 roku.

$$\text{celková zadluženost} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{celková aktiva}}$$

Také se označuje jako ukazatel věřitelského rizika a vyjadřuje poměr celkových závazků k celkovým aktivům. Z tohoto poměru lze usoudit, jak velká majetková základna kryje cizí zdroje (16, str. 128, 4, str. 74).

$$\text{úrokové krytí} = \frac{\text{EBIT}}{\text{nákladové úroky}}$$

Ukazatel úrokového krytí udává, kolikrát je zisk před zdaněním a úroky vyšší než nákladové úroky, tedy kolikrát může klesnout zisk, aby byl podnik schopen hradit cizí zdroje na stávající úrovni (16, str. 128, 4, str. 74).

$$\text{doba splácení dluhů} = \frac{\text{cizí kapitál} - \text{peněžní prostředky}}{\text{provozní cash flow}}$$

- **Ukazatelé rentability**

Splňuje-li podnik princip přežití, tedy schopnosti platit své závazky, bude následně předmětem zájmu jeho výnosnost, která se měří zejména ukazateli rentability. Jedná se o poměr konečného efektu dosaženého podnikatelskou činností, tedy zisku, k určitému vstupu (4, str. 69, 1, str. 125).

$$\text{ROA} = \frac{\text{EBIT}}{\text{celková aktiva}}$$

Rentabilita celkových aktiv vyjadřuje výnosnost kapitálu bez ohledu na zdroje financování podnikatelské činnosti (16, str. 122).

$$\text{ROE} = \frac{\text{EAT}}{\text{vlastní kapitál}}$$

Ukazatelem rentability vlastního kapitálu lze změřit výnosnost kapitálu vloženého akcionáři či vlastníky podniku. Lze tím zjistit, zdali kapitál, který investoři vložili do podniku jím vynáší s intenzitou rovnou riziku této investice (16., str. 122).

$$ROCE = \frac{EBIT}{\text{vlastní kapitál} + \text{dlhodobé cizí zdroje}}$$

Rentabilita celkového investovaného kapitálu poměřuje zisk před úroky a daněmi s dlouhodobým kapitálem vloženým věřiteli a akcionáři. Vyjadřuje efektivnost hospodaření společnosti (16, str. 122).

$$ROS = \frac{EAT}{\text{tržby}}$$

Rentabilita tržeb neboli zisková marže představuje, jaká část tržeb tvoří zisk, tedy kolik podnik dokáže vyprodukovat efektu na 1 Kč tržeb (16, str. 125).

- **Ukazatelé aktivity**

Ukazatelé aktivity odpovídají na otázku, jak efektivně podnik hospodaří či využívá jednotlivé majetkové části. Tyto ukazatelé mají zároveň návaznost na ukazatele likvidity a výnosnosti. Aktivita vyjadřuje nejčastěji počet obrátek jednotlivých složek zdrojů za rok, neboli rychlost obratu, nebo dobu obratu, tedy počet dní, po které trvá jedna obrátka (16, str.129).

$$\text{obrat celkových aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\text{aktiva celkem}}$$

Obrat celkových aktiv je klíčovým ukazatelem efektivnosti, který měří využití aktiv v podniku. Tedy vyjadřuje rychlost obratu majetku ve společnosti za účetní období (4, str. 71, 16, str. 131).

$$\text{doba obratu zásob} = \frac{\text{zásoby}}{\text{průměrné denní tržby}}$$

Doba obratu zásob udává, jak dlouho jsou oběžná aktiva vázána ve formě zásob. Tento ukazatel vyjadřuje počet dnů, během kterých jsou zásoby vázány v podniku do momentu, než dojde k jejich spotřebě či prodeji (16, str. 132).

$$\text{průměrná doba splatnosti pohledávek} = \frac{\text{pohledávky z obchodního styku}}{\text{průměrné denní tržby}}$$

Průměrná doba splatnosti pohledávek udává dobu, po kterou je majetek podniku vázán ve formě pohledávek. Respektive jak již název napovídá, jedná se o počet dní, za jak dlouho jsou pohledávky v průměru splaceny (16, str. 132).

$$\text{průměrná doba splatnosti závazků} = \frac{\text{závazky z obchodního styku}}{\text{průměrné denní tržby}}$$

Ukazatel průměrné doby splatnosti závazků udává počet dnů, za jak dlouho jsou závazky v průměru splaceny neboli jak dlouho podnik odkládá platbu faktur svým dodavatelům. Obecně lze konstatovat, že průměrná doba splatnosti závazků by měla být delší než doba splatnosti pohledávek (16, str. 132).

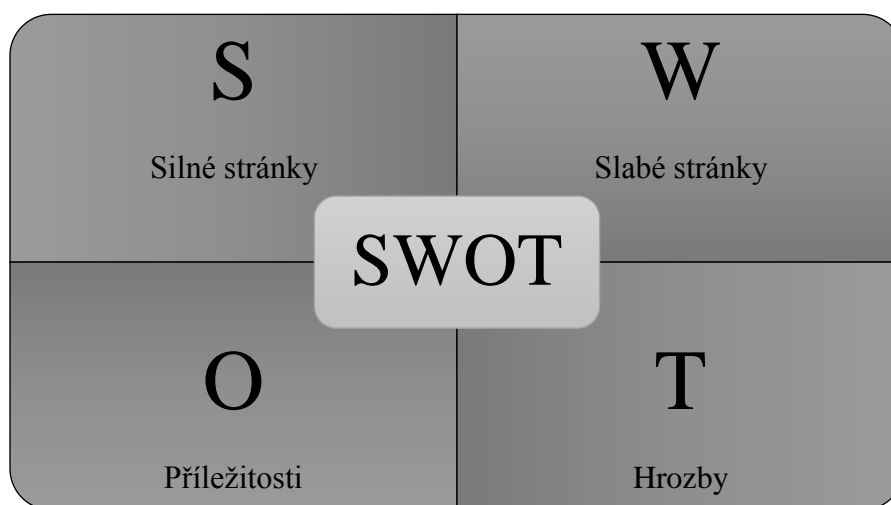
Souhrnné zhodnocení finančního zdraví podniku

Získané hodnoty jednotlivých ukazatelů se srovnávají s průměrem obdobných podniků, sleduje se a porovnává se vývoj těchto ukazatelů v čase, i přes to, to nemá velkou vypovídací schopnost o finančním zdraví podniku. Je nutné hodnotit a interpretovat ukazatelé ve vzájemných souvislostech, izolované hodnocení může vést ke špatným závěrům (1, str. 128).

Závěrem finanční analýzy by mělo být syntetické zhodnocení finanční situace podniku a zjištění, zda je podnik zdravý a lze tak počítat s jeho dlouhodobou existencí. V takovém případě je splněna základní podmínka pro využití výnosové metody, která bude dále v práci popsána. Tento závěr může být dosaženo na základě intuice finančního analytika s dostatečnými zkušenostmi, nebo např. pomocí Altmanova modelu, jehož smyslem je vyjádření finanční důvěryhodnosti na základě sledování statistických dat z ekonomické praxe. Také lze použít např. bodovací metodu, kdy jsou známkovány dílčí ukazatelé a výsledné hodnocení se počítá jako průměr z hodnocení jednotlivých ukazatelů (1, str. 129-130).

SWOT analýza

Syntézou předchozí strategické analýzy vnitřních a vnějších faktorů působících na firmu a finanční analýzy, je celkové hodnocení potenciálu podniku. Analytickým faktorem, který tyto faktory prolíná a analyzuje ve vzájemných souvislostech je SWOT analýza. Výsledkem je definování silných a slabých stránek, které jsou odrazem analýzy vnitřní situace v podniku a také finančního zdraví podniku. Vnější analýza podniku definuje faktory, které na podnik působí pozitivně jako příležitosti nebo negativně jako hrozby.



Obrázek č. 3: SWOT analýza (Vlastní zpracování dle 8, str. 40)

Výstupem SWOT analýzy by mělo být vytvoření strategie firmy, kde podnik bude využívat své silné stránky a příležitosti k odstranění slabých stránek a minimalizování hrozeb nebo jejich transformace v příležitosti (8, str. 39).

2.3.4 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Za předpokladu, že podnik vykonává jednu ekonomickou aktivitu, potřebuje pro její výkon aktiva v určité velikosti a struktuře včetně přiměřených kapacitních rezerv. Tyto aktiva lze označit jako aktiva potřebná, provozní nebo také provozně nutná. Opakem jsou aktiva nepotřebná, neprovozní nebo též provozně nenutná, kam lze zahrnout zbytek aktiv. Je potřeba tyto aktiva rozdělit a zároveň by k nim měly být přiřazeny a vyřazeny výnosy a náklady související s nepotřebnými aktivy (1, str. 141).

V případě, že nepotřebná aktiva a s nimi spojené náklady a výnosy nebudou vyčleněny, výsledné ocenění bude s velkou pravděpodobností chybné, jelikož se bude jednat o součet hodnot ocenění obou částí, tzn. že ocenění může být podhodnocené nebo dokonce i nadhodnocené (1, str. 142).

2.3.5 Generátory hodnoty

Generátory hodnoty se označuje soubor podnikohospodářských veličin, které ve svém souhrnu určují hodnotu podniku. Generátory hodnoty se zavádějí, pro lepší soustředěnost zejména na ty faktory, které hodnotu významným způsobem ovlivňují, díky tomu je možná jejich důkladná analýza. Dalším důvodem je získání detailnějšího pohledu na minulost podniku. Finanční plán už jsou pouze dané generátory hodnoty rozvedeny. Těmito generátory hodnoty jsou:

- tržby a jejich růst,
- marže korigovaného provozního zisku,
- investice do pracovního kapitálu,
- investice do dlouhodobého provozně nutného majetku,
- diskontní míra,
- způsob financování,
- doba existence podniku (1, str. 149).

Tržby

Predikce budoucích tržeb by měla vycházet ze strategické analýzy. Tato prognóza nemusí být definitivní, může být upravována vzhledem ke kapacitním možnostem podniku (1, str. 150).

Provozní zisková marže

Druhým důležitým generátorem hodnoty je provozní zisková marže, lze ji definovat jako poměr korigovaného provozního výsledku hospodaření před daní a před odpisy a tržeb podniku (1, str. 151). Rozlišují se dva nezávislé přístupy prognózy ziskové marže:

- Prognóza shora – vychází se z vývoje provozní ziskové marže z minulosti a navazuje na něj následně předpokládaný budoucí vývoj (1, str. 151).
- Prognóza zdola – sestaví se plán budoucích hlavních provozních nákladových položek (náklady na prodané zboží, výkonová spotřeba, osobní náklady) doplněn o méně významné provozní nákladové položky a popřípadě i výnosy. Korigovaný provozní zisk se poté spočítá jako rozdíl provozních výnosů a nákladů, ze kterého se dále dopočítá zisková marže (1, str. 153).

Tyto prognózy se následně sladují, neboť s velkou pravděpodobností se při prvním výpočtu budou obě prognózy ziskové marže lišit. Je nutné provést korekce předchozích odhadu do té doby, než se budou prognózy rovnat (1, str. 153).

Pracovní kapitál

Pro potřeby plánování a následného ocenění podniku je nutné tento ukazatel upravit oproti obvyklému tvaru využívanému v rámci finanční analýzy. Pro účely použití tohoto generátoru hodnoty jako nástroj pro sestavení finančního plánu lze pracovní kapitál vymezit následovně:

Peněžní prostředky
+ Zásoby
+ Pohledávky
- Neúročené závazky
+ Časové rozlišení aktiv
- Časové rozlišení pasiv
<hr/>
= Pracovní kapitál

Uvedené veličiny se započítávají jen v rozsahu provozně nutném (1, str. 157).

Výše provozně nutných peněžních prostředků se odvodí přímo v absolutní hodnotě ze stanoveného limitu likvidity. Položky časového rozlišení mohou být ponechány ve stejné výši jakou mají k datu ocenění (1, str. 158).

Plánování výše pohledávek, zásob a neúročených závazků by nemělo být provedeno pouhým odhadem tempa jejich růstu. Postup stanovení jejich výše je následující:

1. Analýza náročnosti tržeb podniku na jednotlivé položky pracovního kapitálu za minulé období. Nejčastěji se pro analýzu vývoje jednotlivých položek pracovního kapitálu za minulé období používá ukazatel doby obratu, který byl definován v kapitole zabývající se finanční analýzou (1, str. 158).
2. Zjištění hlavních příčin vývoje těchto ukazatelů. Je nutné analyzovat faktory, který ovlivnili daný vývoj obrátkovosti. U zásob může být příčinou rozhodnutí o rozšiřování sortimentu, změna nákupní politiky nebo např. změnu v dodavatelských cyklech. V případě pohledávek může být příčinou poskytování výhodnějších obchodních úvěrů a tím se zapříčiní růst doby obratu pohledávek. V případě závazků může jít o silnou pozici odběratelů či snaha využít výhod jako je skonto apod. (1, str. 159-160).
3. Na základě zjištěných informací se odhadne vývoj obrátkovosti (náročnosti tržeb) na jednotlivé položky pracovního kapitálu do budoucna (1, str. 160).

Cílem tohoto postupu by měla být zdůvodněná prognóza budoucího vývoje provozně potřebného pracovního kapitálu (1, str. 161).

Investice do dlouhodobého majetku

Totožně jako u pracovního kapitálu, tak i zde je nutné, aby se jednalo pouze o investice do provozně nutného dlouhodobého majetku, tedy majetku, který je nezbytný pro základní podnikatelské zaměření podniku (1, str. 161).

Jedná se o nejobtížnější část analýzy generátorů hodnoty z důvodu, že se investice nevyvíjejí plynule a měli by být chápány v širším slova smyslu, tj. investice do výzkumu

a vývoje a do „lidského kapitálu“, jelikož jsou podmínkou přežití podniku a konkurence (1, str. 161).

Pro sestavení plánu investic dlouhodobého provozně nutného majetku je vhodným východiskem analýza minulosti doplněná mírou využití kapacit (1, str. 162).

Je možné se setkat se třemi možnými přístupy plánování investiční náročnosti:

- Globální přístup – jeho využití je vhodné v případě, pokud jsou investice do dlouhodobého majetku v jisté míře pravidelné, mají průběžný charakter. Koeficient náročnosti tržeb na investice brutto je definován jako poměr mezi brutto investicemi do provozně nutného dlouhodobého majetku a tržbami. Je vhodné koeficient spočítat za co nejdelší období a porovnat s konkurenčními podniky (1, str. 162).
- Přístup podle hlavních položek – tento přístup se využívá v případě, kdy má podnik konkrétní investiční plány podloženy analýzou efektivnosti a opírající se o reálné výhledy podnikových výkonů (1, str. 163).
- Přístup založený na odpisech – založeno na tom, že pokud jsou investice pod úrovní odpisů, z dlouhodobého hlediska budou sotva stačit k přežití nebo dokonce k růstu podniku (1, str. 163).

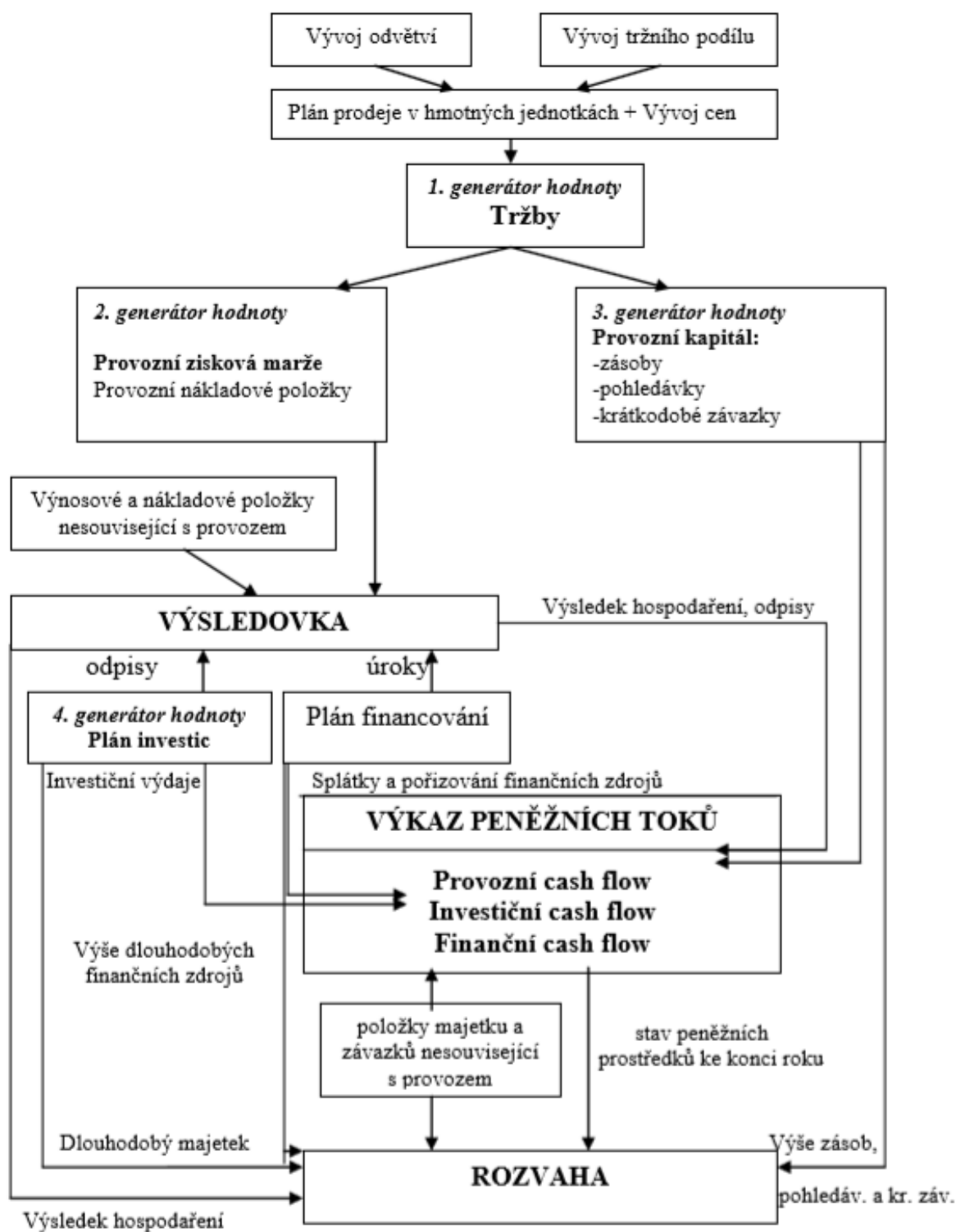
Optimálním přístupem pro plánování investic do provozně nutného dlouhodobého majetku je kombinace všech výše uvedených metod. Důležitým pro dlouhodobou životnost podniku je, aby si podnik na investice, které jsou pro jeho přežití podstatné, dokázal vydělat. Lze říci, že rentabilita investovaného kapitálu musí být vyšší než náklady na kapitál, v opačném případě hodnota společnosti klesá (1, str. 164).

2.3.6 Finanční plán

V praktické části diplomové práce bude podnik oceněn výnosovou metodou, proto je nutné sestavit kompletní finanční plán hlavních finančních výkazů, tj. výsledovky, rozvahy a výkazu peněžních toků (1, str. 175).

Finanční plán jako podklad pro ocenění podniku je součástí podnikového plánu. Stěžejními položky finančního plánu, které tvoří základní kámen finančního plánu, jsou výsledky z analýzy a prognózy generátorů hodnoty, které byly zjištěny v předchozím kroku oceňovacího procesu. Tyto generátory hodnot je nutné doplnit o plán financování, plánované hodnoty některých významných položek, položky nesouvisející s hlavním provozem podniku, výplatu dividend a podílů na zisku. Na závěr je nutné finanční plán doplnit dopočty položek které jsou nutné pro kompletní sestavení finančních výkazů (1, str. 175-177).

Na následujícím obrázku je znázorněn postup sestavování finančního plánu s vazby mezi jednotlivými položky.



Obrázek č. 4: Postup sestavování finančního plánu (Vlastní zpracování dle 1, str. 178)

2.4 Ocenění výnosovými metodami

Jak již název napovídá, tato metoda ocenění vychází z poznatku, že výsledná hodnota podniku je určena očekávanými výnosy, neboli očekávaným užitekem pro jeho držitele. Těmito výnosy, užitky, jsou považovány peněžní příjmy. Vzhledem k faktu, že se u výnosových metod uvažuje o budoucnosti, musí být splněn princip going concern. Základními výnosovými metodami jsou:

- metoda diskontovaného peněžního toku,
- metoda kapitalizovaných čistých výnosů,
- metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA),
- metody kombinované (17, str. 20).

Vzhledem k tomu, že v praktické části práce bude použita metoda diskontovaných peněžních toků, bude tato kapitola zaměřena pouze na tuto výnosovou metodu.

2.4.1 Metoda diskontovaných peněžních toků

Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF – discounted cash flow) je považována za základní metodu oceňování, od kterých jsou ostatní výnosové oceňovací metody odvozeny. Hodnota aktiv je odvozována od současné hodnoty budoucích peněžních toků, rostou-li peněžní příjmy, roste i hodnota daného podniku (17, str. 20, 4, str. 157, 20).

Existují tři základní typy pro výpočet výnosové hodnoty metodou DCF. Smyslem všech tří metod je zjištění hodnoty vlastního kapitálu, tyto metody se od sebe liší „pouze“ postupem, jakým se této hodnoty docílí. Výsledné hodnoty by se přes odlišnosti při postupu jejího stanovení lišit neměly. Techniky jsou následující:

- Metoda „entity“ – tato technika se vyznačuje tím, že oceňuje podnik jako celek. Výpočet probíhá ve dvou krocích. V prvním kroku zjistíme hodnotu podniku jako celku (H_b , tj. hodnota brutto) pomocí diskontování peněžních toků, které by byli k dispozici pro vlastníky a věřitele. Od takto získané hodnoty pak ve druhém

kroku odečteme hodnotu cizího kapitálu ke dni ocenění, získáme tak hodnotu netto (H_n), tedy hodnotu vlastního kapitálu (17, str. 22).

- Metoda „equity“ – při stanovení hodnoty vlastního kapitálu se vychází z peněžních toků, které jsou k dispozici pouze vlastníkům společnosti. Jejich diskontováním se získá netto hodnota (17, str. 22).
- Metoda „APV“ – tato metoda je také rozdělena do dvou kroků. Nejprve se stanoví brutto hodnota jako součet hodnoty podniku za předpokladu nulového zadlužení a současné hodnoty daňových úspor z úroků. Následně se od takto stanovené hodnoty odečte cizí kapitál, čímž se získá výsledná netto hodnota (17, str. 22).

V této diplomové práci bude stanovena hodnota podniku metodou DCF entity, a proto bude následně věnovaná pozornost pouze této výnosové metodě ocenění.

Metoda DCF entity

Před samotným oceněním je nutné mít podklady ze strategické a finanční analýzy a sestavený finanční plán. Tyto procesy jsou blíže popsány v předchozích kapitolách.

- **Volné peněžní toky**

Pro potřeby ocenění podniku je nutné určit volné peněžní toky do firmy (FCFF = free cash flow to firm), neboli peněžní toky pro vlastníky a věřitelé, těmi lze chápat tvorbu peněžních prostředků, které jsou k dispozici vlastníkům na dividendy a věřitelům v podobě splátek úvěrů a úroků. Tedy kolik peněz je možné vzít z podniku, aniž bude narušen jeho předpokládaný vývoj. Východiskem pro tuto skutečnost je produkce peněz v podniku, od níž se odečtou investice, které jsou nezbytné pro dosažení určité výše CF v budoucnosti (4, str. 160, 1, str. 193-199).

Následující tabulka znázorňuje výpočtové schéma volného CF.

Tabulka č. 2: Schéma výpočtu FCF (Vlastní zpracování dle 1, str. 199 a 203)

Provozní výsledek hospodaření (z VZZ)	
-	Provozní výnosy mimořádné, jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem
+	Provozní náklady mimořádné, jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem
+	Výnosy z finančních investic a výnosové úroky, pokud plynou z provozně nutného majetku
-	Finanční náklady související s provozně potřebným majetkem
=	Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi
-	Daň z příjmu
=	Korigovaný provozní VH po daních
+	Odpisy
+	Ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdaji v běžném období
=	Předběžné CF z provozu
-	Investice do pracovního kapitálu (provozně nutný)
-	Investice do pořízení investičního majetku (provozně nutný)
=	Volný peněžní tok

Podnik by měl realizovat jen investice, které slibují kladnou současnou hodnotu. Investice, které jsou uvedené ve schématu výše pro výpočet volných peněžních toků, jsou míněné jako veškeré investiční výdaje (brutto investice) bez ohledu na to, zda se jedná o rozšiřovací (netto investice) či obnovovací investici (1, str. 203).

$$\text{investice brutto} = \text{odpisy} + \text{investice netto}$$

Velikost ročních investic do výše odpisů v daném roce se označí jako obnova, zbývající část se označí jako investice netto (1, str. 203).

$$\text{investice netto}^6 = K_t^7 - K_{t-1}$$

- **Technika výpočtu hodnoty podniku**

Jak již bylo zmíněno, stanovení hodnoty metodou DCF entity probíhá ve dvou fázích.

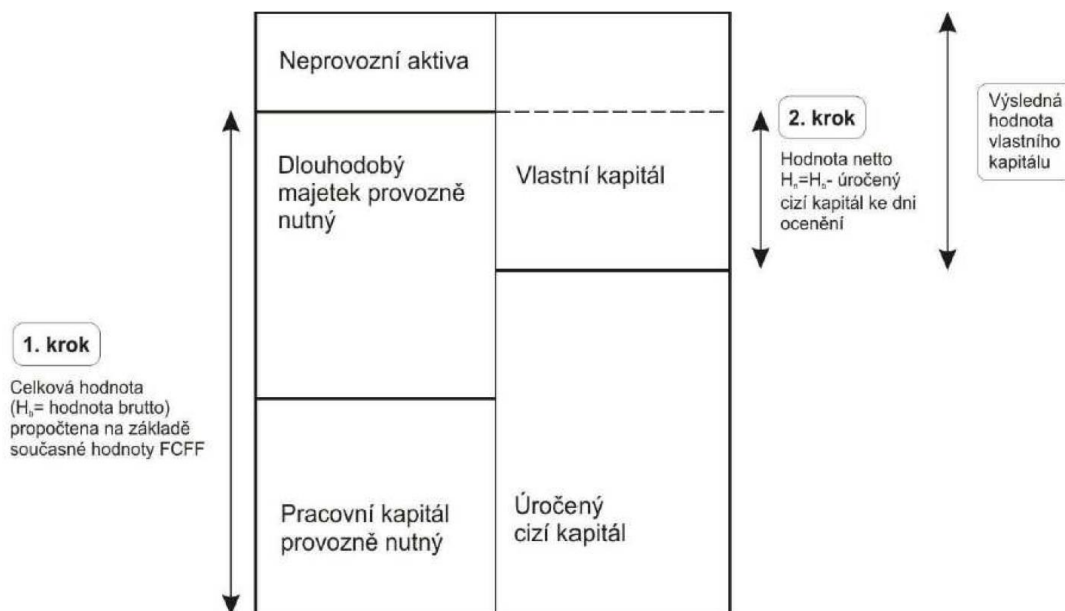
V první fázi se určí celková hodnota podniku (brutto hodnota), neboli výnosová hodnota investovaného kapitálu. Tato hodnota se získá diskontováním peněžních toků plynoucích z hlavního provozu podniku. Druhá fáze spočívá v odečtení hodnoty úročených dluhů

⁶ Jedná se o investice do provozně nutného investovaného kapitálu (tj. do dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu dohromady) v roce t

⁷ K_t je provozně nutný investovaný kapitál ke konci roku t

k datu ocenění od H_b . Na závěr přičteme hodnotu neprovozních aktiv k datu ocenění (1, str. 205-206).

Proces výpočtu hodnoty metodou DCF entity je znázorněn také na obrázku níže.



Obrázek č. 5: Schéma výpočtu hodnoty metodou DCF entity (Vlastní zpracování dle 1, str. 206)

Nyní bude věnována pozornost první fázi. Obecný vzorec pro výpočet hodnoty podniku je následující:

$$H_b = \sum_{t=1}^{n^8} \frac{FCFF_t^9}{(1 + i_k^{10})^t}$$

○ Dvofázová metoda

Jelikož se ale předpokládá princip going concern, je nemožné plánovat CF pro jednotlivá léta. V praxi se v takových případech používá složitější dvofázová metoda. Předpokladem této metody je, že se budoucí období rozdělí do dvou fází. Pro první fázi je oceňovatel schopen zpracovat prognózu volného peněžního toku pro jednotlivá léta, v evropských zemí bývá zpravidla tato doba v rozmezí 3 až 6 let. Druhá fáze poté

⁸ n = počet let předpokládané existence

⁹ $FCFF_t$ = volné CF do firmy v roce t

¹⁰ i_k = kalkulovaná úroková míra (diskontní míra)

obsahuje období od konce první fáze až do nekonečna. Tato hodnota je dále označována jako pokračující hodnota (1, str. 207).

Výpočet hodnoty podniku podle dvoufázové metody:

$$H_b = \sum_{t=1}^{T^{11}} \frac{FCFF_t}{(1 + i_k^{12})^t} + \frac{PH^{13}}{(1 + i_k)^T}$$

Pokračující hodnotu lze vypočítat mnoha způsoby, ne všechny se ale lze považovat za stejně vhodné. Typickým příkladem pro určení pokračující hodnoty je Gordonův vzorec (1, str. 212).

Gordonův vzorec

Při odhadu pokračující hodnoty pomocí Gordonova vzorce se předpokládá stabilní a trvalý růst FCFF (19, str. 132).

$$PH \text{ v čase } T = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g^{14}}$$

Podmínkou platnosti vzorce je, aby bylo $i_k > g$ (19, str. 132).

Důležité je, že pro výpočet pokračující hodnoty pomocí Gordonova vzorce je potřeba použít odhad FCFF pro rok $T+1$, tedy pro první rok, kdy již není k dispozici plán. Tento odhad se obvykle stanoví takto:

$$FCFF_{T+1} = FCFF_T * (1 + g)$$

- **Diskontní míra pro metodu DCF entity**

Hlavní úlohou diskontní míry je převést budoucí výnosy na současnost, vyjádřit očekávanou výnosnost investice v čase a zohlednit i míru rizika s ní spojenou. Jedná se o

¹¹ T = délka první fáze v letech

¹² i_k = kalkulovaná úroková míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu

¹³ PH = pokračující hodnota

¹⁴ g = předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé druhé fáze, tj. do nekonečna

příjmy, které investoři očekávají ze svých investic do podniku při daném riziku, neboli náklady ušlé příležitosti. Obecně platí, že čím vyšší je riziko, tím vyšší je výnos, který investor požaduje (4, str. 174, 19, str. 27).

Protože metoda DCF entity vychází z peněžních toků do firmy, tedy pro vlastníky a věřitele, pak se diskontní míra stanovuje na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu WACC (1, str. 242).

$$WACC = r_d^{15} * (1 - t^{16}) * \frac{D^{17}}{C^{18}} + r_e^{19} * \frac{E^{20}}{C}$$

Do cizího se zahrnují např. bankovní úvěry, obligace, leasingové financování a jiné druhy úvěrů. Nezahrnují se zde neúročená pasiva, jako jsou závazky vůči dodavatelům, zaměstnancům apod (1, str. 243).

Postup při výpočtu nákladů celkového kapitálu:

1. Určení vah jednotlivých složek kapitálu na celkovém investovaném kapitálu

V prvním kroku se určuje podíl vlastního a cizího kapitálu na celkovém investovaném kapitálu. Tento podíl je zjišťován z tržních hodnot, nikoli z účetních hodnot. Tyto hodnoty se od sebe mohou značně lišit (4, str. 176).

2. Určení nákladů na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál je nejvhodnější určit pomocí váženého aritmetického průměru efektivních úrokových sazeb stávající struktury cizích zdrojů (4, str. 177).

Obecný vzorec pro výpočet efektivní úrokové míry je následující (19, str. 71):

¹⁵ r_d = očekávaná výnosnost do doby splatnosti u cizího kapitálu vloženého do podniku

¹⁶ t = sazba daně z příjmu

¹⁷ D = tržní hodnota cizího kapitálu vloženého do podniku (pouze úročený)

¹⁸ C = celková tržní hodnota investovaného kapitálu

¹⁹ r_e = očekávaná výnosnost vlastního kapitálu oceňovaného podniku při dané úrovni zadlužení podniku

²⁰ E = tržní hodnota vlastního kapitálu

$$D^{21} = \sum_{t=1}^{n^{22}} \frac{U_t^{23} * (1 - t) + S_t^{24}}{(1 + i^{25})^t}$$

Je nutné brát v potaz, že při použití výše uvedeného vzorce pro výpočet nákladů na cizí kapitál, jsou již náklady očištěny o daň. Tedy při výpočtu WACC, už nemohou být znovu násobeny výrazem $(1 - \text{daň})$ (1, str. 248-249).

V případě, že nejsou pevně stanoveny úroky z dluhů anebo pokud nelze předpokládat, že částka peněz získaných výpůjčkou odpovídá současné tržní hodnotě dluhu je nutné použít alternativní postup. Tento postup je založen na tržních datech.

$$r_d = r_f^{26} + RP^{27}$$

3. Určení nákladů na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál vyjadřují očekávanou míru výnosu investorů s ohledem na míru rizika s touto investicí spojenou. Tyto výnosové míry se srovnávají s investicemi se stejnou mírou rizika, nicméně jelikož je investice do akciového kapitálu rizikovější než uložení dočasně volného kapitálu v bance, tudíž musí být míra výnosu vyšší než bezrizikový výnos v bance (4, str. 187).

Model CAPM

Model oceňování kapitálových aktiv je v praxi nejvíce využíván modelem pro odhad nákladů vlastního kapitálu, ale také nejvíce kritizován. Základem tohoto modelu je rozlišení diverzifikovaného rizika, které sebou nese konkrétní aktivum, a

²¹ D = čistá částka peněz získaná výpůjčkou

²² n = počet období, kdy jsou prováděny platby z dluhu

²³ U_t = úrokové platby

²⁴ S_t = splátka dluhu za dohodnutý časový interval

²⁵ i = hledaná úroková míra, pro kterou je rovnice splněna a která vyjadřuje výši efektivního úroku

²⁶ r_f = bezriziková výnosová míra na úrovni výnosnosti státních dluhopisů s obdobnou dobou splatnosti, jako má posuzovaný dluh

²⁷ RP = riziková přírážka pro cizí kapitál stanovená podle ratingu daného dluhu

nediverzifikovaného rizika, které vyplývá z celkového ekonomického vývoje a postihuje všechny zúčastněné subjekty (4, str 188).

Model CAPM stanovuje rizikovou prémii, kterou se rozumí rozdíl mezi očekávaným výnosem cenného papíru a bezrizikovou mírou. Riziková premie je proporcionální k nediverzifikovatelnému riziku a vyjadřuje investorem dlouhodobě očekávaný výnos (4, str. 188-189).

$$r_e = r_f^{28} + \beta^{29} * (r_m - r_f)^{30}$$

Model je založen na předpokladech, jako jsou např. neexistence daní, všichni investoři mohou prodávat a nakupovat za bezrizikovou míru a že cenné papíry jsou směnitelné bez dodatečných nákladů. Tyto předpoklady neodráží aktuální stav kapitálových trhů, z tohoto důvodu lze říci, že se jedná o vysoce teoretický model, odtržený od praxe (4, str. 189).

4. Propočet průměrných vážených nákladů kapitálu

Závěrečným krokem je samotný výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu. Náklady cizího kapitálu jsou násobeny výrazem $(1 - t)$, jelikož jsou oproti nákladům vlastního kapitálu daňově uznatelné.

²⁸ r_f = bezriziková výnosová míra na úrovni výnosnosti státních dluhopisů s obdobnou dobou splatnosti, jako má posuzovaný dluh

²⁹ β = systematické tržní riziko

³⁰ $(r_m - r_f)$ = premie za riziko akcionáře (r_m je očekávaný výnos celého trhu)

3 ANALÝZA SOUČASNÉHO STAVU

Tato část diplomové práce je zaměřena na aplikaci poznatků získaných z předchozí části. Jejím cílem je provedení strategické a finanční analýzy podniku a tím zjištění jeho slabých a silných stránek a příležitostí a hrozeb. V práci budou uváděny reálné údaje z podnikání konkrétního subjektu, z tohoto důvodu, a také z důvodu přání podnikatele budou jeho osobní údaje anonymizovány a podnik bude prezentován pod názvem podnik XY.

3.1 Charakteristika oceňovaného podniku

Rok založení: 1993

Právní forma: fyzická osoba podnikající dle živnostenského zákona nezapsaná v obchodním rejstříku

Hospodářská činnost dle CZ-NACE:

Činnosti cestovních kanceláří

Cestovní kancelář XY se specializuje především na pobytové zájezdy do zahraničí. V letní sezóně se jedná zejména o zájezdy do Chorvatska a v zimní sezóně do Rakouska. Cestovní kancelář mimo to také nabízí poznávací zájezdy, cykloturistiku a turistiku. Veškeré nabídky jsou uskutečňovány do zahraničí. V letní sezóně kromě již zmíněného Chorvatska dále nabízí Itálii, Řecko, Francii a speciální nabídky ozdravných pobytů pro děti s alergií a astmatem. V zimním období nabízí lyžování v Itálii, Rakousku a Francii a také adventní zájezdy do Německa, Rakouska a jiných zajímavých měst. Pro milovníky jízdy na kolech nabízí zájezdy po nejkrásnějších místech Evropy s výhledem na hory či například jezera. Cestovní kancelář nabízí spoustu dalších zajímavých služeb, již uvedené jsou nabídky, na které se specializuje (21).

Od začátku svého působení se cestovní kancelář orientovala na ubytování v kempech, v současné době jsou součástí její nabídky ubytování také karavany, mobilhomy, bungalovy, apartmány, hotely, vily, chatky apod. Veškeré mobilhomy a karavany jsou ve vlastnictví cestovní kanceláře, zbytek ubytovacích kapacit si pronajímá (21).

Cestovní kancelář zajišťuje v rámci zájezdů kromě ubytování také služby česky hovořícího delegáta v cílové destinaci, dopravu, stravování případně pojištění léčebných výloh v zahraničí. Autobusovou dopravu si podnik zajišťuje sám svými luxusními autobusy, ale také nabízí zajištění letecké dopravy u leteckých společností. Odlety charterových letů jsou z Prahy, Brna, Ostravy a Pardubic (21).

Cestovní kancelář XY je dynamická rychle se rozrůstající. Své pobočky má takticky umístěné v 6 velkých městech České republiky. Jedná se o pobočku v Brně, Praze, Ostravě, Olomouci, Liberci a Přerově. Nicméně své zájezdy také prodává prostřednictvím cestovních agentur po celé České republice a také prostřednictvím internetu (21).

3.2 Strategická analýza

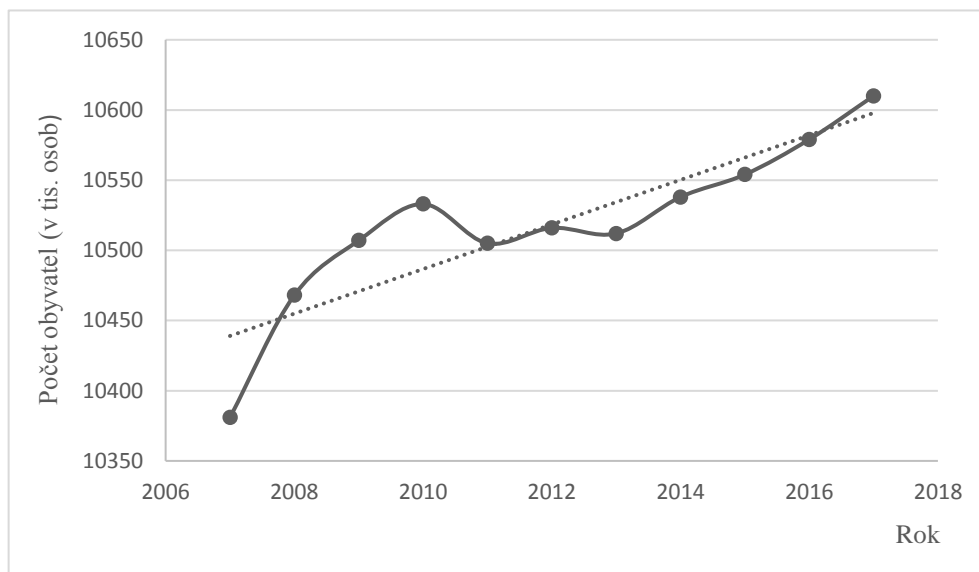
Jak již bylo uvedeno, strategická analýza je klíčovou fází oceňování podniku. Hraje zde významnou roli pro určení výnosového potenciálu, který se skládá z vnějšího a vnitřního potenciálu. Vnější potenciál je charakterizován příležitostmi a hrozbami, které nabízí relevantní trh, na kterém se oceňovaný podnik pohybuje. Vnitřní potenciál podniku ukazuje jeho silné a slabé stránky. V následujících podkapitolách bude analyzován vnější potenciál podniku XY pomocí analýzy SLEPT, která analyzuje makrookolí podniku a pomocí Porterova modelu pěti sil, který analyzuje mikrookolí podniku. Následně bude analyzován vnitřní potenciál pomocí modelu 7S.

3.2.1 Analýza makrookolí podniku

Podniky nejsou od okolního vnějšího světa izolovány, každý podnik se nachází v určitém prostředí, které na daný podnik působí a ovlivňuje ho. Tyto vlivy však sám podnik ovlivnit nedokáže. Následující kapitola popisuje za pomoci SLEPT analýzy jednotlivé faktory představující obecné okolí podniku prostřednictvím základních makroekonomických veličin.

Sociální faktory

Významnou roli zde hraje samotný demografický vývoj. Rostoucí počet obyvatel znamená pro firmu větší možnost potenciálních zákazníků. V období 2007 – 2017 lze hovořit o trendu růstu počtu obyvatel v ČR. Tento vývoj je zachycen na následujícím grafu. Bez ohledu na ostatní faktory lze říci, že podniky by měly mít více potenciálních zákazníků, které poptávají jejich služby (22).



Graf č. 1: Demografický vývoj v ČR (Vlastní zpracování dle 22)

Navazujícím základním pramenem demografické analýzy je struktura obyvatel. Ta je pro podnik velice důležitá, jelikož by se od ní měl odvíjet charakter nabízených produktů podniku.

Tabulka č. 3: Počet a věkové složení obyvatel (Vlastní zpracování dle 22)

	Počet obyvatel celkem	V tom podle pohlaví		V tom ve věku (let)			Průměrný věk
		muži	ženy	0-14	15-64	65 a více	
2009	15 506 813	49,08 %	50,92 %	14,22 %	70,56 %	15,22 %	40,6
2010	10 532 770	49,07 %	50,93 %	14,41 %	70,06 %	15,53 %	40,8
2011	10 505 445	49,10 %	50,90 %	14,67 %	69,13 %	16,20 %	41,1
2012	10 516 125	49,11 %	50,89 %	14,84 %	68,35 %	16,81 %	41,3
2013	10 512 419	49,11 %	50,89 %	15,01 %	67,63 %	17,37 %	41,5
2014	10 538 275	49,12 %	50,88 %	15,19 %	66,96 %	17,84 %	41,7
2015	10 553 843	49,14 %	50,86 %	15,39 %	66,30 %	18,31 %	41,9
2016	10 587 820	49,16 %	50,84 %	15,57 %	65,63 %	18,80 %	42
2017	10 610 055	49,20 %	50,80 %	15,75 %	65,03 %	19,23 %	42,2

V posledních letech se zvyšuje průměrná délka života obyvatel, lidé se dožívají stále vyššího věku. Je to dáno nejen životním stylem, ale také lékařským pokrokem. To má za následek, že stále více lidí v důchodovém věku jsou aktivní a cestuje. Z tohoto hlediska je velice důležité se zaměřit na tuto skupinu aktivních lidí v důchodovém věku a nabízet pro ně vhodné služby. V současné době jsou trendem zájezdy 55 +, které cílí právě na seniory. Díky demografickému vývoji je cestovní kancelář nucena zaměřit se i na segment lidí důchodového věku. V důsledku stále se zvyšující věkové hranice pro odchod do důchodu by se však mohl tento trend do budoucna zpomalit.

Další významným segmentem potenciálních zákazníků jsou mladí lidé a studenti. Posouvá se věková hranice pro zakládání rodiny a roste také počet jednočlenných domácností.

Dle údajů Českého statistického úřadu má počet občanů ČR cestujících do zahraničí rostoucí trend (23). Tento fakt je dán nejen růstem počtu potenciálních zákazníků, ale také zvyšující se životní úroveň obyvatel, která souvisí s růstem průměrné mzdy zaměstnanců a průměrné výše starobního důchodu. Dle informací z Českého statistického úřadu se průměrná měsíční mzda zaměstnanců za posledních 10 let zvýšila o přibližně 41 % a průměrná výše starobního důchodu o přibližně 36 %.

Legislativní faktory

Z legislativního hlediska má podnikání v cestovním ruchu svá specifika. Jelikož podnik XY poskytuje zájezdy do zahraničí, znamená to pro něj nutnost řídit se legislativou nejen ČR, ale také legislativou související s cílovou zemí.

Pro podniky v oboru cestovního ruchu jsou v rámci ČR kromě obecně platných norem, které jsou závazné pro všechny oblasti podnikání, závazné také zákon č. 159/1999 Sb., o některých podmínkách podnikání v oblasti cestovního ruchu. Tento zákon vymezuje pojmy týkající se cestovního ruchu, nutné podmínky pro podnikání v daném oboru ale také např. podmínky pro získání koncese.

Do základních předpisů, kterým se řídí většina podniků na území ČR jsou:

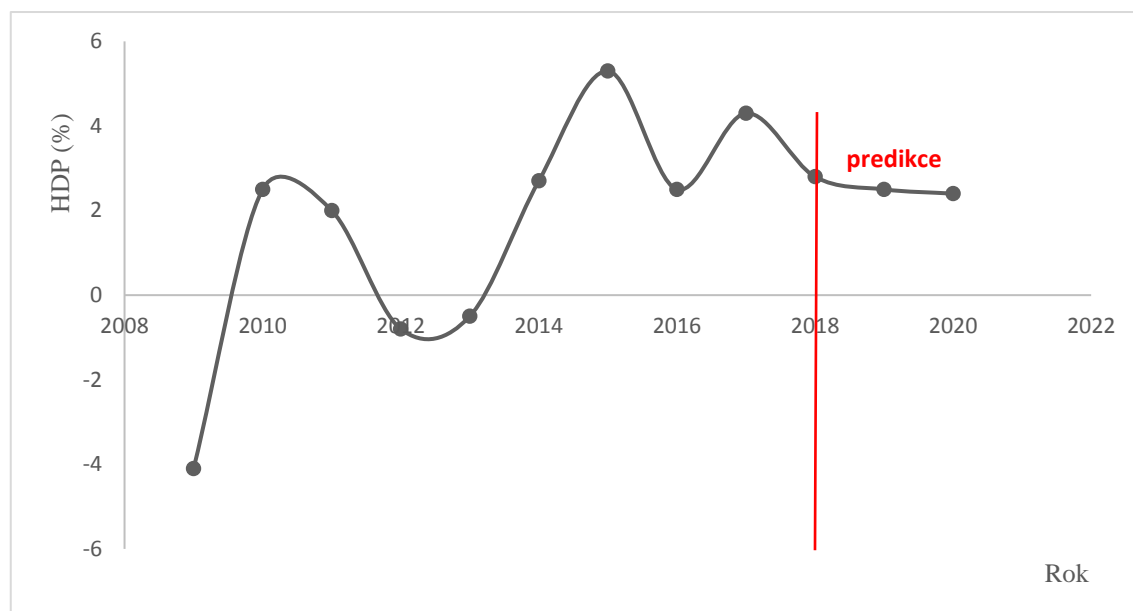
- zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích,
- zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník,
- zákon č. 563/1991, Sb., o účetnictví,
- zákon č. 262/2006 Sb., zákoník práce,
- zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmu,
- zákon č. 235/2004 Sb., o dani z přidané hodnoty,
- zákon č. 16/1993 Sb., o dani silniční.

Ekonomické faktory

Na podnik působí hned několik ekonomických faktorů. Mezi ty nejdůležitější dle odborné literatury patří hrubý domácí produkt (dále jen HDP), míra inflace, nezaměstnanost, směnný kurz, zahraniční obchod, výše úrokových sazeb. Pro oblast cestovního ruchu jsou dle mého názoru pak relevantní zejména HDP, míra nezaměstnanosti, směnný kurz a výše reálné mzdy.

Hrubý domácí produkt

HDP je klíčovým ukazatelem vývoje ekonomiky, který vyjadřuje celkové vyprodukované hodnoty statků a služeb za dané období na určitém území, v našem případě na území České republiky.



Graf č. 2: Vývoj HDP v ČR (Vlastní zpracování dle 24)

Na vývoji HDP mělo v posledních letech vliv problémy globální ekonomiky počínaje rokem 2008. Jeho vývoj za posledních deset let je velice kolísavý. Po ekonomické krizi v roce 2009, kdy HDP ČR dosahovalo meziročního vývoje -4,1 %, v České republice docházelo k oživování ekonomického výkonu, které se výrazně promítlo v roce 2010. Hlavním zdrojem růstu byl zejména zahraniční obchod a také v malé míře tvorba hrubého kapitálu (24).

Pro rok 2011 bylo očekávané mírné zpomalení ekonomického růstu tzv. mělká recese a to především vlivem konsolidačních fiskálních opatření (24).

Vzhledem k dluhové krizi eurozóny byl v roce 2012 opět propad meziročního HDP. Další vývoj závisel na tom, jak rychle a s jakými následky se vyřeší situace v problémových zemích eurozóny. V roce 2012 byla ekonomika stále tažena výrazným přebytkem zahraničního obchodu. Z důvodu nevyřešené dluhové krize eurozóny se ekonomická stagnace protáhla až do roku 2013 (24).

Bylo očekáváno, že v roce 2013 dojde k pozvolnému oživování ekonomiky. Ačkoli však ekonomika zaznamenala růst, jeho výše byla pod očekáváním, důvodem byl propad investic do fixního kapitálu. Meziroční vývoj HDP tak opět dosahoval záporných hodnot. Ekonomika byla stále tažena přebytkem výkonové bilance (24).

V roce 2014 začalo docházet k oživování ekonomiky a to zejména domácí poptávkou, tedy spotřebou domácností a vlády, ale také tvorbou fixního kapitálu (24).

V roce 2015 pokračoval dynamický růst české ekonomiky opět tažen výhradně domácí poptávkou, jejíž nejrychleji rostoucí složkou byla tvorba hrubého fixního kapitálu, která se projevila díky snaze maximálního využití fondů EU (24).

Rok 2016 pokračoval dynamickým růstem, jeho ekonomický růst nepatrně zrychlil oproti předchozímu roku. Hlavním faktorem byla spotřeba domácností, která byla podpořena nízkou mírou nezaměstnanosti, dynamikou mezd a také velmi nízkou inflací. Dalším aspektem byl vývoj zahraničního obchodu. Opačný směrem působily investice do fixního kapitálu, které meziročně klesly (24).

Rok 2017 se nese ve znamení nejvyššího tempa ekonomického růstu eurozóny i EU jako celku za dekádu. Díky příznivému vývoji v zemích, které jsou hlavními obchodními partnery ČR a také díky pozitivní situaci uvnitř české ekonomiky jsou ideální podmínky pro pokračování ekonomické konjunktury v ČR. Trh práce vykazuje symptomy přehřívání a je tak jednou z bariér pro vyšší růst (24).

V současné době existují politická rizika, která by mohly do budoucna narušit hospodářský růst a jeho udržitelnost ve střednědobém horizontu. Specifickým problémem je otázka vystoupení Spojeného království z EU. Stále není jasné, kdy, za jakých podmínek a zda vůbec k tomuto kroku dojde. Predikce je postavena na předpokladu, že nedojde k přerušení obchodních vazeb mezi EU a Spojeným královstvím (24).

Z grafu si lze také všimnout, že ČR je zemí, která má v průměru rostoucí tendenci HDP, jediným významným poklesem byl rok 2009 z důvodu recese. Vývoj české ekonomiky je výrazně ovlivněn hospodářskou situací jejích obchodních partnerů, jelikož se jedná o exportně zaměřenou zemi (24).

Podíl cestovního ruchu na HDP ve sledovaném období kolísá v rozmezí 2,7 – 2,9 % na celkovém HDP ČR. Hodnota HDP cestovního ruchu v čase roste, tento vývoj je zaznamenán v následující tabulce (24).

Tabulka č. 4: Podíl cestovního ruchu na HDP v ČR za 2009 – 2016 (Vlastní zpracování dle 25)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
HDP ČR (v mil. Kč)	104 293	100 253	102 275	111 399	117 932	117 878	126 397	139 088
Podíl CR na celkovém HDP ČR (%)	2,9	2,7	2,7	2,7	2,9	2,8	2,8	2,9
Meziroční vývoj HDP CR (%)	0,8	-3,9	2	8,9	5,9	-0,05	7,2	10

Pouze příjezdový a domácí cestovní ruch má pozitivní vliv na vývoj hodnoty HDP. Výjezdový cestovní ruch, na který se specializuje cestovní kancelář XY, má vliv opačný. Spotřeba výjezdového cestovního ruchu je zaznamenána v následující tabulce.

Tabulka č. 5: Spotřeba výjezdového CR za 2009 - 2016 (Vlastní zpracování dle 26)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Celkové výdaje v zahraničí (v mil. Kč)	77 251	67 624	61 616	62 841	61 987	62 379	63 852	70 726
Výdaje za služby CK (v mil. Kč)	2052	2226	1978	2094	2163	2216	2281	2460
Podíl výdajů za služby CK na celkových výdajích v zahraničí (%)	2,66	3,29	3,21	3,33	3,49	3,55	3,57	3,48

Z výše uvedené tabulky je zřejmé, že spotřeba výjezdového cestovního ruchu v ČR ve sledovaném období klesá, oproti tomu výdaje za služby CK, které odpovídají výši marže CK, rostou. Roste tak i podíl výdajů na služby CK na celkových výdajích v zahraničí. Tento fakt může být způsoben dvěma příčinami. Jednou z příčin může být navýšení marže cestovních kanceláří, nebo větší zájem o služby cestovní kanceláře.

Nezaměstnanost a reálná mzda

Dalšími významnými ekonomickými faktory, které mají vliv na cestovní ruch, jsou míra nezaměstnanosti a výše reálné mzdy. Tyto ukazatele naznačují finanční možnosti obyvatel ČR, jejich vývoj za sledované období je znázorněn v tabulce níže.

Tabulka č. 6: Vývoj míry nezaměstnanosti, zaměstnanosti a průměrné mzdy za 2010 - 2017 (Vlastní zpracování dle 27, 28)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Míra nezaměstnanosti (v %)	7,3	6,7	7	7	6,1	5	4	2,9
Míra zaměstnanosti (v %)	54,2	54,4	54,5	55,2	55,7	56,4	57,6	58,5
Průměrná mzda (v Kč)	23 797	24 436	25 112	25 078	25 607	26 467	27 575	29 504

Z tabulky lze vyčíst, se situace na trhu práce rok od roku zlepšuje. Míra nezaměstnanosti se ve sledovaném období snižuje, a naopak míra zaměstnanosti a výše průměrné mzdy se zvyšuje. Míra nezaměstnanosti dosáhla v roce 2010 svého vrcholu, její výše dosahovala maximálních hodnot za poslední období. Vývoj těchto indikátorů by měl působit na cestovní ruch pozitivně.

Tabulka č. 7: Predikce vývoje míry nezaměstnanosti a zaměstnanosti (Vlastní zpracování dle 24)

	2018	2019	2020
Míra nezaměstnanosti (v %)	2,3	2,2	2,2
Míra zaměstnanosti (v %)	1,3	0,3	0,2

Směnné kurzy

Vývoj kurzů devizového trhu je dalším podstatným ekonomickým faktorem, který ovlivňuje podnikatelskou činnost cestovní kanceláře XY. Vzhledem k tomu, že podnik XY prodává zájezdy do zahraničí, tvoří její výraznou část náklady v cizích měnách, proto je nutné brát zřetel také na vývoj kurzu české koruny k světovým měnám.

Cestovní kancelář hradí velkou část svých nákladů v zahraničí v eurech. V následující tabulce je zachycen vývoj směnného kurzu eura vůči české koruně.

Tabulka č. 8: Vývojku kurzu (Vlastní zpracování dle 29)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Roční průměr kurzu CZK/EUR	26,445	25,29	24,586	25,143	25,974	27,533	27,283	27,033	26,33

Z pohledu vývoje směnného kurzu eura vůči české koruně byl pro cestovní kancelář XY nejpříznivější rok 2011, kdy česká měna posílila vůči euru a cestovní kancelář tak v přepočtu na českou měnu zaplatila za zahraniční služby méně.

Z tabulky lze také dále vyčíst, že v roce 2014 došlo k výrazné deprecaci české koruny, a kurz české koruny se tak znehodnotil a oslabil o cca 1,5 Kč. Důvodem byla intervence ČNB, která tak činila z důvodu obav z deflace a také pro podporu exportu. Tyto intervence trvaly do dubna roku 2017 a jejich zásah v konečném důsledku neměl významné ekonomické odůvodnění. Během této intervence byl závazkem ČNB udržet českou korunu poblíž 27 CZK/EUR a tak se po skončení těchto intervencí kurz české koruny dostal po více jak třech letech pod 27 korunovou hranici (24).

Následující tabulka zobrazuje prognózu vývoje směnného kurzu eura vůči české koruně. Predikce předpokládá postupnou apreciaci české měny.

Tabulka č. 9: Predikce vývoje směnného kurzu (Vlastní zpracování dle 24)

	2018	2019	2020
Roční průměr kurzu CZK/EUR	25,6	25,5	25,1

Politické faktory

Politické prostředí je ovlivněno vládou, tlakem zájmových skupin, zákony, předpisy, vyhláškami, nařízením vlády a jinými právními normami země. Zájmem společnosti je právě stabilita tohoto prostředí. V České republice se začal cestovní ruch a s ním spojen zájem o tyto služby rozvíjet po pádu komunistického režimu od roku 1990. Do té doby se zahraniční spolupráce nemohly nijak rozvíjet, byl kladen důraz na domácí cestovní ruch.

Dalším významným mezníkem pro rozvoj cestovního ruchu v ČR je rok 2007, kdy se ČR zapojila do schengenské spolupráce. Tato skutečnost měla za následek zrušení kontrol na hranicích pro všechny obyvatele členských zemí, otevřené hranice a volné cestování bez pasů či víz. Tento fakt ale neznamenal rapidní nárůst celkové poptávky po službách cestovních kanceláří. Česká zahraniční politika směřuje k dohodám i s ostatními státy, které nejsou součástí schengenského prostoru. Jedná např. o bezvízovém cestování pro své občany do různých zemí apod.

Vstup ČR do EU je dalším z mezníků, který ovlivnil nejen občany, ale také samotné podniky, na které to mohlo mít také negativní vliv především z hlediska zvýšené konkurence. Otevření trhu vedlo některé klienty k přechodu ke „kvalitnějším“ německým cestovním kancelářím. Vstupem ČR do EU přineslo také několik nových směrnic, nařízení a legislativních předpisů, které musí být respektovány při jejich činnosti. Nicméně vstup do EU sebou přineslo i pozitiva jako je např. možnost čerpání dotací, volný pohyb kapitálů, zboží a osob apod.

Dalším politickým faktorem, který ovlivňuje podniky v oblasti cestovního ruchu, je politická stabilita zemí a s ní spojené demonstrace, válečná politika, mírové podmínky v jednotlivých státech či dokonce terorismus. To vše má vliv na cestovní ruch.

Technologické faktory

V cestovním ruchu jde o služby, kdy se zpravidla místo prodeje a místo uskutečnění liší, z tohoto důvodu je velice důležitý pro fungování podniku internet. Internet tak slouží jako nástroj, s jehož pomocí jsou tyto vzdálenostní překážky překonávány ve smyslu rychlého přenosu informací a usnadnění komunikace. V současnosti internet slouží především také jako propagační nástroj a distribuční kanál.

Cestovní kancelář také využívá rezervační systém, který usnadňuje komunikaci se zákazníkem. Pro zákazníka je díky rezervačnímu systému objednání zájezdu pohodlnější a rychlejší.

3.2.2 Analýza mikrookolí podniku

V následující kapitole bude za pomoci Porterova modelu pěti sil analyzováno oborové prostředí podniku.

Rivalita mezi konkurenčními podniky

Trh cestovního ruchu je v současné době vysoce konkurenční, působí zde bezpočet subjektů podnikajících právě v tomto oboru. Pozice CK XY je tedy na trhu ohrožena konkurencí, kteří nabízejí buď stejné nebo podobné služby. Je zde neustálý boj o zákazníky, jejich přízeň se snaží podniky zajistit nabídkou různých služeb navíc, cenovým zvýhodněním (first či last minute) apod.

Konkurenty CK XY lze rozdělit do dvou skupin:

- Velké cestovní kanceláře s celostátní působností a širokou nabídkou zájezdů kam lze zařadit například CK Blue style, Čedok, Firo Tour, Alexandria, Fischer, EXIM tours a další. Tyto cestovní kanceláře mají širší pole působnosti, v jejich nabídce nalezneme více destinací, nezaměřují se pouze na pár vybraných jako analyzovaný podnik. Nicméně oblasti jako Chorvatsko, Itálie, Francie a Řecko, na které se CK XY specializuje v letním období, mají tyto cestovní kanceláře také v nabídce. Jedná se zejména o subjekty s četným obchodním zastoupením v rámci ČR.
- Střední až malé cestovní kanceláře s užší nabídkou zájezdů jako je námi analyzovaný podnik CK XY, dále se zde řadí například CK České Kormidlo, CK Cílka, CK Vítkovice Tours, CK SKALLA, CK Bon Ton a další. Jedná se zpravidla o menší cestovní kanceláře, které se zaměřují na užší nabídku zájezdů. Nabízené služby jsou svým charakterem velice podobné, proto i konkurence je velká.

Mezi hlavní konkurenty se tedy řadí jak velké CK, které se nesespecializují na pár vybraných destinací, ale tyto destinace také nabízejí, tak malé CK, které charakterem nabízených služeb konkurují CK XY.

V rámci finanční analýzy budou hodnoty dosažené podnikem komparovány nejen s oborovými hodnotami, ale také se dvěma konkurenčními podniky. Jeden z podniku byl vybrán ze skupiny „velkých“ CK a druhý podnik pro srovnání ze skupiny „středních až malých“ CK. Konkrétně se jedná o podnik CK SKALLA, který se na trhu cestovního ruchu pohybuje již od roku 1996, pořádá letní dovolenou v Chorvatsku a Itálii, ale také nabízí zimní dovolenou v Itálii, či jednodenní adventní výlety do Německa a Rakouska. Stejně jako námi analyzovaný podnik nabízí možnost ubytování v mobilhomech, karavanech, stanech, apartmánech či hotelech s možností polopenze. Také nabízí možnost vlastní či autobusové dopravy (30).

Druhým konkurenčním podnikem pro srovnání byla vybrána cestovní kancelář z kategorie „velkých“ CK, jedná se o podnik Čedok. Tato cestovní kancelář byla založena již roku 1920 a jedná se o jednu z nejznámějších CK v ČR. Nabízí eurovíkendy, pobytové i poznávací zájezdy, lyžování (31).

Vyjednávací síla dodavatelů

Dodavatelé představují důležitý článek ve správném fungování podnikatelské činnosti. Dodavatelé podniku XY by se dali rozdělit na dvě skupiny. První skupinou jsou zahraniční dodavatelé, kteří poskytují pronájem prostorů, ubytování, fakultativní výlety apod. Konečná cena se většinou odvíjí od „odebraném množství“ a dlouholeté spolupráci. V některých případech by se dalo hovořit spíše o menší síle dodavatelů, jelikož podnik XY si v některých „zakázkách“ do jisté míry ovlivňuje konečnou výši ceny. Je nutné vzít na paměť, že cestovní kancelář jim pravidelně dodává velký počet klientů, tudíž má možnost o ceně jednat a ovlivnit její výši (21).

Druhou skupinkou jsou tuzemští dodavatelé, mezi ně se řadí například prodejce charterových letů, nájem obchodních a podnikatelských prostor, energie a služby, provize cestovním agenturám apod. U těchto dodavatelů je vyjednávací síla vyšší (21).

Hrozba vstupu nových konkurentů

Tato hrozba provází většinu trhů a musí jí tak čelit většina podniku. V odvětví cestovního ruchu existují specifické bariéry vstupu. Jelikož se jedná o podnik poskytující služby, nikoliv výrobní, není zde potřeba výrobní zařízení, výrobní, montážní či skladovací prostory a podobné finančně náročné prostředky pro výkon podnikatelské činnosti. Tyto uvedené aspekty tedy hrozbu vstupu nových konkurentů zvyšují. Výkon podnikatelské činnosti se zdá být z tohoto hlediska finančně nenáročné.

Na druhé straně aspektem, který snižuje hrozbu vstupu nových konkurentů, je vysoký stupeň regulace odvětví. Největší překážkou vstupu na trh pro nové konkurenty je povinnost získání koncesní listiny, která je podmínkou pro provozování cestovní kanceláře. Pro získání koncesní listiny a po celou dobu provozování živnosti provozování CK musí žadatel mít sjednáno a uhrazeno pojištění záruky pro případ úpadku CK, nebo bankovní záruku pro případ úpadku, a uhrazen roční příspěvek do garančního fondu CK (34). Pojištění je sjednáváno u libovolné pojišťovny, která na základě předloženého podnikatelského záměru a plánovaných finančních výkazů může odmítnout uzavření takové smlouvy, zdá-li se jí společnost málo stabilní.

Získá-li však podnik koncesní listinu, má možnost začít podnikat v oblasti cestovního ruchu.

Pokud by měl být nově vstupující subjekt na trh plně konkurenční analyzovanému podniku a měl by nabízet služby, které by byly konkurenční podniku XY, musel by dále také disponovat určitou výší finančních prostředků na pořízení autobusů, mobilhomů apod. Samozřejmě jejich vlastnictví není potřeba, tyto faktory si lze také pronajímat.

Vyjednávací síla odběratelů (zákazníků)

Cestovní kancelář XY má své pobočky nejen v Brně, ale také v dalších pěti velkých městech v České republice, zákazníci jsou tedy jednotlivci ale také větší skupiny (školy, firmy...) z celé ČR. Cestovní kancelář disponuje jak dlouholetými, věrnými zákazníky, tak zákazníky, kteří s analyzovanou společností cestují prvně krát (21). Na základě těchto

informací lze konstatovat, že vyjednávací síla zákazníků se blíží nule, žádný ze zákazníků se nepodílí na tržbách podniku vysokým podílem, a proto existence podniku není závislá na jednotlivcích.

Nicméně zákazník zde má silnou pozici z důvodu možnosti snadného přechodu ke konkurenci. V případě, že společnost nevyhoví zákazníkovi v jeho přání, zákazník má možnost bez vynaložení nákladů přejít ke konkurenci. Tento fakt také podporuje snadná dostupnost tržních informací. Nejedná se však o situaci, kdy by si mohl zákazník diktovat podmínky v oblasti ceny či jiných kontrakčních podmínek.

Hrozba substitutů

Hrozba substitutů v cestovním ruchu je velká, za relevantní substitut se dá považovat jakýkoli pobytový zájezd, který splňuje základní kostru nabízeného produktu cestovní kanceláře XY a pohybuje se v přibližně stejné cenové rovině.

Cestovní kancelář XY se snaží svou rozmanitou nabídkou služeb zacílit na většinovou část potenciálních zákazníků. Svou nabídkou pro méně náročnou klientelu, kteří ocení například ubytování ve stanech, vlastní dopravu nebo autobusem, až po náročnou klientelu, kterou osloví naopak luxusní mobilhome, hotel, letecká doprava či stravování formou all inclusive. Cestovní kancelář se dále snaží odlišit od ostatních svou nabídkou kolektivních zájezdů pro školy, zájmové skupiny či například sportovní kluby, kterým nabízí výjezdové pobytové, zimní nebo poznávací zájezdy za zvýhodněné ceny.

Z širšího pohledu lze za substituty výjezdového cestovního ruchu, které pořádá CK XY, považovat ale také domácí cestovní ruch, exotické destinace, destinace, které cestovní kancelář XY nenabízí apod. Vždy záleží na preferencích zákazníka.

Za substituty lze ale také považovat cestování potenciálních zákazníků bez využití služeb cestovních kanceláří tzv. cestování na vlastní pěst. V současné době lze považovat tento způsob cestování za trend, který postupem času roste. V dnešní době čím dál tím více lidí díky možnostem současné doby a také znalosti cizích jazyků raději využívají tento způsob

cestování ať už z důvodu možnosti personalizace zájezdu na vlastní míru, či ušetření nákladů za služby cestovních kanceláří.

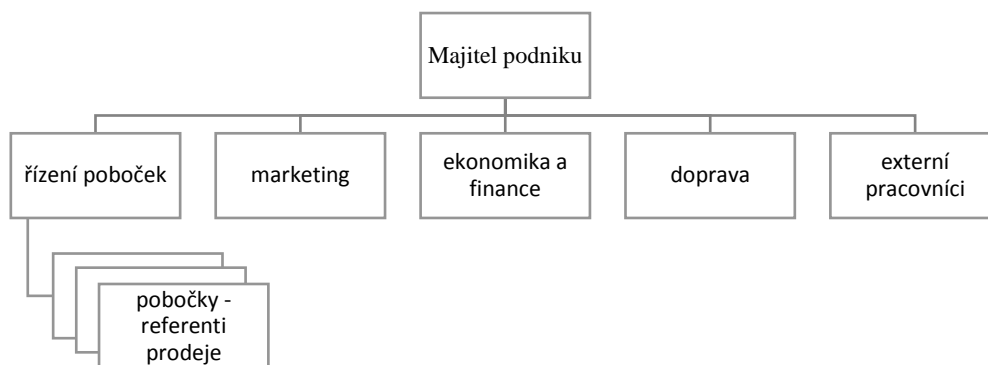
Dle uvedeného je jisté, že hrozba substitutů je opravdu vysoká, jelikož zde existují minimální, zpravidla žádné náklady na přestup k jinému produktu. Proto je velice důležité, aby se cestovní kancelář XY snažila svými produkty co nejvíce odlišit od konkurence a zaujala tak zákazníky lákavou nabídkou.

3.2.3 Analýza vnitřního potenciálu - McKinseyho Model 7S

Model 7S slouží k analýze interního prostředí podniku a identifikaci faktorů rozhodujících o úspěchu podnik. Zkoumá 7 faktorů, které působí globálně ve vzájemných systémových vztazích.

Struktura

Cestovní kancelář XY se řadí svou velikostí spíše ke středním až menším cestovním kancelářím, které na trhu cestovního ruchu působí. Podnik zaměstnává do 70 zaměstnanců a dle grafu níže má liniovou organizační strukturu (21).



Graf č. 3: Organizační struktura podniku XY (Vlastní zpracování dle 21)

Podnik je řízen majitelem, který má rozhodující postavení, jeho hlavní náplní práce je komunikace a uzavírání kontraktů s obchodními partnery a další činnosti spojené s vedením podniku. Referenti prodeje mají za úkol prodej a vyřizování zájezdů, příprava podkladů

před odjezdem zájezdů apod. Pracovníci komunikují se zákazníky ať už prostřednictvím elektronické komunikace či na jednotlivých pobočkách (21).

Dalším oddělením podniku je ekonomický úsek, který se stará o veškeré finanční a ekonomické záležitosti. Úsek dopravy shromažďuje veškeré řidiče autobusů podniku, kteří zajišťují přepravu do cílových destinací. Poslední složkou organizační struktury jsou externí pracovníci, kteří zabezpečují zejména delegátskou činnost. Někteří z nich působí také na pozici průvodce na poznávacích zájezdech (21).

Současná organizační struktura se ukazuje vzhledem k množství zaměstnanců jako funkční a zcela vyhovující, jsou zde jasně definovány pracovní úkoly a delegovány pravomoci.

Strategie

Jedním z interních faktorů, které působí na podnik je strategie. Strategie odráží vizi a poslání podniku. Pro úspěšné provedení strategie je nutné stanovit cíle a nástroje pro jejich dosažení. Vzhledem ke konkurenční významnosti tohoto faktoru si podnik nepřejí blíže specifikovat jejich strategii. V současnosti je však pro ně významné zejména poskytování kvalitních služeb tak, aby byly uspokojeny potřeby a požadavky stávajících a budoucích zákazníků. Cílem je stále se vracející věrní a spokojení klienti. Proto se podnik zaměřuje na péči o zákazníky, ve smyslu poskytování kvalitních a cenově přijatelných služeb. Podnik se snaží cílit na širší segment zákazníků možností výběru úrovně poskytovaných služeb. Cenová úroveň nabízených služeb se odvíjí od způsobu dopravy (vlastní, autobusová, letecká), ubytování (stan, mobilhome, chatka, apartmán, vila...), stravou a případně doplňkových služeb. Cestovní kancelář se však snaží získat i zákazníky nové. Dalším cílem je spokojenost zaměstnanců a jejich věrnost a důvěru vůči podniku (21).

Spolupracovníci

V podniku panuje přátelská rodinná atmosféra, jelikož se jedná střední až malý podnik. Výběr pracovníků probíhá s jasně definovanými požadavky na pracovní pozici. Každý zaměstnanec má jasně definovanou pracovní náplň, kompetence. Podnik podporuje profesní vzdělávání svých zaměstnanců různými školeními a kurzy (21).

Systémy

Mezi systémy, které podnik využívá, lze zařadit nejen informační systémy, ale také technologie pro komunikaci mezi samotnými zaměstnanci, obchodními partnery či zákazníky. Podnik XY standardně využívá pro komunikaci pevnou linku, fax, mobilní telefony či mailovou komunikaci (21).

Pro svůj provoz využívá informační systém, který si sám vytvořil a slouží ke komunikaci se zahraničním trhem. Tento IS usnadňuje nabízení služeb CK XY na jiném než českém trhu a komunikaci s prodejními portály (21).

Druhým informačním systémem, kterým podnik disponuje je systém is>tour, který je určen pro cestovní kanceláře. Tento systém má několik modulů, které vedou k usnadnění procesu od kalkulace až po odbavení pro zákazníky. IS snižuje podíl manuální práce a zároveň zvyšuje produktivitu a zlepšuje přehlednost nad aktuálním stavem všech procesů (21).

Pro podnik je velice důležité vlastnit IS, jelikož tím dochází k zlepšování, zkvalitňování a zrychlování služeb při zachování stejné ceny. Tento fakt se poté ukazuje jako konkurenční výhoda (21).

Schopnosti

Schopnosti, kterými zaměstnanci disponují, lze rozdělit na tvrdé a měkké. Mezi tyto schopnosti se řadí znalost práce s počítačem, znalost cizích jazyků, orientace

v nabízených službách, ale také je nutná spolehlivost, pečlivost a zejména pak příjemné vystupování a schopnost komunikace s lidmi, jelikož zaměstnanci přichází do osobního kontaktu se zákazníky (21).

Podnik si je vědom, že spokojenost zákazníka je ovlivněn kvalitou poskytnutých služeb, na které má vliv z velké části zaměstnanec. Proto je pro podnik zcela zásadní spokojenost zaměstnanců, která je základním faktorem úspěchu podniku (21).

Sdílené hodnoty

Zaměstnanci CK XY jsou plně seznámeni s podnikovou strategií a jednotlivými cíli, kterou vedou k naplnění strategie podniku. Zaměstnanci tedy usilují ke splnění stanovených cílů. Na pracovišti panuje příjemná atmosféra, všichni pracovníci jsou kolegiální, ochotní a panuje mezi nimi přátelská atmosféra (21).

Podnik nedisponuje psaným etickým kodexem, jedná se spíše o zažitou firemní kulturu, která je nepsaným pravidlem a i přesto se všichni zaměstnanci chovají morálně a eticky (21).

Styl řízení

V podniku se ve velké míře uplatňuje demokratický styl řízení. Zaměstnanci tak mohou vyjádřit svůj názor, ale konečné rozhodnutí leží na majiteli podniku. V některých případech se uplatňuje autokratický styl řízení (21).

3.3 Finanční analýza

V následující kapitole bude zhodnocena finanční situace podniku prostřednictvím vybraných metod finanční analýzy. Finanční analýza je důležitým nástrojem finančního řízení podniku, z tohoto důvodu je nutná také při oceňování, abychom tak mohli posoudit finanční zdraví podniku a zjistit, zda podnik neprochází závažnými finančními problémy,

kteřé by mohly mít vliv na perspektivu podniku. Finanční analýza je také základem pro finanční plán.

Finanční analýza bude zpracována za pětileté období, které předchází datu ocenění, tedy za období 2013 – 2017. Vzhledem k charakteru diplomové práce, budou použity ukazatelé, které jsou podstatné pro formulování závěrů o perspektivnosti podniku.

Podkladem pro zpracování finanční analýzy slouží účetní výkazy podniku XY.

3.3.1 Analýza absolutních ukazatelů

Výchozím bodem finanční analýzy je provedení horizontální a vertikální analýzy účetních výkazů. Horizontální analýza je rozbor výkazů, který zachycuje vývoj jednotlivých položek účetních výkazů v čase. V práci bude vývoj položek uveden v absolutním vyjádření, ale také v procentuálním vyjádření. Vertikální analýza vyjadřuje procentuální podíl ke zvolené základně. Základnou pro analýzu majetku podniku je stanovena celková výše aktiv, pro analýzu zdrojů financování podniku jsou celková pasiva a v rámci analýzy výkazu zisku a ztrát představují základnu tržby z prodeje výrobků a služeb. V rámci této analýzy jsou uvedeny položky, které jsou podstatné vzhledem k účelu práce.

Analýza majetku

Podstatou analýzy majetku podniku je zjištění struktury a vývoje majetku podniku ve sledovaných letech.

Tabulka č. 10: Horizontální analýza vybraných položek aktiv (Vlastní zpracování dle 35)

	2013 - 2014		2014 - 2015		2015 - 2016		2016 - 2017	
	v tis. Kč	v %	v tis. Kč	v %	v tis. Kč	v %	v tis. Kč	v %
Aktiva celkem	3 302	4,44	15 669	20,19	-7 567	-8,11	617	0,72
Stálá aktiva	7 400	61,47	5 326	27,40	-1 004	-4,05	-4 640	-19,53
Dlouhodobý nehmotný majetek					295		-139	-47,12
Dlouhodobý hmotný majetek	7 400	61,47	5 326	27,40	-1 299	-5,25	-4 501	-19,18
Oběžná aktiva	-3 880	-6,58	10 298	18,69	-7 024	-10,74	5 026	8,61
Pohledávky	5 357	14,41	-2 531	-5,91	-1 538	-3,84	3 393	8,82
Peněžní prostředky	-9 237	-42,40	12 811	102,1	-5 486	-21,63	1 633	8,22
Časové rozlišení aktiv	-218	-6,61	47	1,53	459	14,69	231	6,45

Tabulka č. 11: Vertikální analýza vybraných položek aktiv (Vlastní zpracování dle 35)

	2013	2014	2015	2016	2017
	v %	v %	v %	v %	v %
Aktiva celkem	100	100	100	100	100
Stálá aktiva	16,20	25,05	26,55	27,72	22,15
Dlouhodobý nehmotný majetek				0,34	0,18
Dlouhodobý hmotný majetek	16,20	25,05	26,55	27,38	21,97
Oběžná aktiva	79,36	70,98	70,10	68,09	73,43
Pohledávky	50,04	54,81	42,91	44,91	48,52
Peněžní prostředky	29,32	16,17	27,19	23,19	24,91
Časové rozlišení aktiv	4,44	3,97	3,35	4,18	4,42

Ze struktury majetku lze vyčíst, že podnik XY se řadí mezi kapitálově lehkou, tzn. s převahou oběžných aktiv. Podíl stálých aktiv na celkových aktivech se pohybuje v rozmezí 16,2 – 27,72 % a tvoří ho hmotné movité věci a jejich soubory. Podnik neeviduje žádný dlouhodobý finanční majetek, neboť nevlastní podíly v žádné společnosti. Podnik v roce 2015 investoval do nehmotného majetku – softwaru, jehož výše je zanedbatelná, dále vlastní software, který je již odepsán. Podnik jiný nehmotný majetek nevlastní, veškeré ostatní potřebné softwary má v nájmu.

Podíl oběžných aktiv se za sledované období pohybuje v rozmezí 68,09 – 79,36 %. Největší položkou oběžných aktiv jsou krátkodobé pohledávky, zejména pak krátkodobé

poskytnuté zálohy, které se pohybují v rozmezí 37,22 – 46,07 %. Druhou významnou položkou jsou peněžní prostředky, které se pohybují v rozmezí 16,17 – 29,32 %.

Vyjma roku 2016 aktiva podniku ve sledovaném období vykazovala rostoucí tendenci. Největšího růstu dosáhla v roce 2015 a to o 20,19 %. Tento nárůst byl způsoben nárůstem hodnoty dlouhodobého hmotného majetku o 27,4 %. Podnik v tomto roce, i v předchozím roce investoval do dlouhodobého hmotného majetku. Další roky lze u této položky sledovat zápornou hodnotu z důvodu, že již neinvestovala, nebo hodnota investic byla natolik nízká, že nepokryla ani výši amortizace za daný rok a také z důvodu prodeje dlouhodobého majetku. Další příčinou růstu bilanční sumy v roce 2015 byl růst peněžních prostředků o více než 12 miliónů korun, jelikož si podnik v tomto roce i v předchozím vzal úvěr na mobilhomy.

V roce 2016 byl zaznamenán pokles bilanční sumy, to bylo zapříčiněno především poklesem peněžních prostředků. V daném roce klesly tržby z prodeje výrobků a služeb a stejným tempem klesly také výkony, tudíž tento pokles není příčinou poklesu peněžních prostředků. Peněžní prostředky klesly z důvodu nárůstu jiných provozní nákladů.

Analýza zdrojů financování

Podstatou analýzy zdrojů financování podniku je zjištění struktury pasiv a informací, z jakých zdrojů podnik kryje svůj majetek.

Tabulka č. 12: Horizontální analýza vybraných položek pasiv (Vlastní zpracování dle 35)

	2013 - 2014		2014 - 2015		2015 - 2016		2016 – 2017	
	v tis. Kč	v %	v tis. Kč	v %	v tis. Kč	v %	v tis. Kč	v %
Pasiva celkem	3 302	4,44	15 671	20,19	-7 569	-8,11	617	0,72
Vlastní kapitál	-275	-1,22	1 390	6,25	-6 600	-28,18	-166	-0,98
Základní kapitál	92	0,49	587	3,12	-5 247	-27,01	-1 134	-8,00
Výsledek hospodaření běžného účetního období	-367	-9,71	803	23,54	-1 413	-33,53	968	34,56
Cizí zdroje	3 872	33,65	12 065	78,39	239	0,87	-2 424	-8,76
Závazky	3 872	33,65	12 056	78,39	239	0,87	-2 424	-8,76
Dlouhodobé závazky	6 155	399,42	11 588	150,57	283	1,47	-2 558	-13,07
Krátkodobé závazky	-2 283	-22,91	468	6,09	-44	-0,54	134	1,65
Časové rozlišení	-295	-0,73	2 225	5,57	-1 148	-2,72	3 207	7,81

Tabulka č. 13: Vertikální analýza vybraných položek pasiv (Vlastní zpracování dle 35)

	2013	2014	2015	2016	2017
	v %	v %	v %	v %	v %
Pasiva celkem	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Vlastní kapitál	30,31	28,67	25,34	19,81	19,47
Základní kapitál	25,23	24,27	20,82	16,54	15,11
Výsledek hospodaření běžného účetního období	5,08	4,40	4,52	3,27	4,37
Cizí zdroje	15,49	19,82	29,41	32,29	29,25
Závazky	15,49	19,82	29,41	32,29	29,25
Dlouhodobé závazky	2,07	9,92	20,67	22,83	29,70
Krátkodobé závazky	13,41	9,90	8,74	9,46	9,55
Časové rozlišení	54,2	51,51	45,24	47,90	51,27

Ve struktuře zdrojů financování je ve sledovaných letech poměr mezi vlastním kapitálem a cizími zdroji téměř stejný. Vlastní kapitál se na celkových pasivech podílí v rozmezí 19,47 – 30,31 % a cizí zdroje v rozmezí 15,49 – 32,29 %. Nelze tedy jasně říci, zda je podnik financován především vlastními či cizími zdroji. Lze však konstatovat, že podíl vlastního kapitálu na celkových pasivech se postupně snižuje, zatímco podíl cizích zdrojů roste. Z výše uvedených tabulek tak lze sledovat rostoucí zadlužování podniku ve sledovaném období. Nejvyšší hodnoty dlouhodobých závazků dosáhla v roce 2016, kdy její dluh vůči bankovním institucím činil přibližně 19,5 miliónů korun.

Největší podíl na pasivech činí časové rozlišení, které tvoří výnosy příštích období v rozsahu 45,24 – 54,2 % na celkové bilanční sumě. Je nutné dodržovat zásadu nezávislosti účetních období, která vyžaduje, aby v každém účetním období byly jen ty náklady a u analyzovaného podniku zejména výnosy, které s tímto obdobím časově a věcně souvisejí (tzv. akruální princip). Z tohoto důvodu se zde účtují zálohy na zájezdy, které zákazníci platí na další rok.

Bilanční suma rovněž jako u aktiv, tedy celková pasiva, vykazují rostoucí tendenci, výjimku tvoří rok 2016, kdy došlo k meziročnímu poklesu o 8,11 % a v následujícím roce došlo pouze k velmi malému až zanedbatelnému nárůstu o 0,72 %. Tento pokles byl způsoben zejména poklesem vlastního kapitálu. V daném roce vlivem poklesu provozního výsledku hospodaření klesl výsledek hospodaření běžného účetního období o 33,53 %. To bylo zapříčiněno poklesem tržeb a růstem jiných provozních nákladů, jak již bylo zmíněno výše. Dalším důvodem meziročního poklesu bilanční sumy byl pokles základního kapitálu. Jelikož se jedná o fyzickou osobu, která vede účetnictví, nemá žádný zapisovaný základní kapitál v obchodním rejstříku. Položka základního kapitálu v rozvaze tedy zachycuje rozdíl mezi majetkem a dluhy, vyplývajícími z účetnictví, tedy se zde eviduje účet 491 (Účet individuálního podnikatele). To tedy znamená, že se zde také převádí výsledek hospodaření z předchozího roku z účtu 431 na účet 491, proto tento účet má kolísavý průběh ve sledovaných letech a není stálý jako u většiny společností.

V roce 2015 byl růst bilanční sumy zapříčiněn růstem cizích zdroje, zejména dlouhodobých závazků, které vzrostly o 150,57 % (přibližně o 12 miliónů korun) oproti předchozímu roku. Jak již bylo zmíněno u analýzy majetku, podnik si v tomto roce vzal bankovní úvěr na investice do dlouhodobého hmotného majetku.

Podnik zaznamenal již vyšší nárůst cizích zdrojů v roce 2014, ve kterém si podnik také vzal bankovní úvěr. Tato skutečnost se projevila růstem dlouhodobých závazků o 399,42 %, tedy přibližně o 6,2 miliónů korun. Tento nárůst byl vykompenzován poklesem krátkodobých závazků o přibližně 2,3 milióny korun, které se v daném roce také projevilo poklesem peněžních prostředků v pokladně a na bankovních účtech.

Analýza výkazu zisku a ztrát

Podstatou analýzy výkazu zisku a ztráty je zjistit, jak jednotlivé položky výkazu zisku a ztrát ovlivňují ve sledovaných letech výsledek hospodaření podniku. V rámci analýzy je zkoumán celkový výsledek hospodaření, ale také provozní a finanční výsledek hospodaření.

Tabulka č. 14: Horizontální analýza vybraných položek výkazu zisku a ztrát (Vlastní zpracování dle 35)

	2013 - 2014		2014 - 2015		2015 - 2016		2016 – 2017	
	v tis. Kč	v %	v tis. Kč	v %	v tis. Kč	v %	v tis. Kč	v %
Tržby z prodeje výrobků a služeb	11 390	4,25	8 009	2,86	-6 179	-2,15	10 787	3,83
Výkonová spotřeba	10 299	4,79	4 119	1,83	-5313	-2,32	7 318	3,27
Osobní náklady	117	0,48	992	4,06	374	1,47	2 699	10,46
Úpravy hodnot v provozní oblasti	505	5,74	2 669	28,68	1 658	13,85	-646	-4,74
Ostatní provozní náklady	491	8,00	-1 722	-26,75	3 677	75,77	861	10,09
Provozní výsledek hospodaření	69	0,49	3 071	21,49	-7 081	-40,79	590	5,74
Ostatní finanční výnosy	-205	-8,50	-1 081	-48,96	924	81,99	251	12,24
Ostatní finanční náklady	119	1,02	825	7,00	-4352	-34,50	-721	-8,73
Finanční výsledek hospodaření	-711	7,62	-2 068	20,60	5 265	-43,49	666	-9,74
Výsledek hospodaření za účetní období	-366	-9,69	804	23,57	-1 413	-33,52	969	34,58

Tabulka č. 15: Vertikální analýza vybraných položek výkazu zisku a ztrát (Vlastní zpracování dle 35)

	2013	2014	2015	2016	2017
	v %	v %	v %	v %	v %
Tržby z prodeje výrobků a služeb	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Výkonová spotřeba	80,10	80,52	79,91	79,57	79,14
Osobní náklady	9,06	8,74	8,84	9,16	9,75
Úpravy hodnot v provozní oblasti	3,28	3,33	4,16	4,84	4,44
Ostatní provozní náklady	2,29	2,37	1,69	3,03	3,21
Provozní výsledek hospodaření	5,30	5,11	6,03	3,65	3,72
Ostatní finanční výnosy	0,9	0,79	0,39	0,73	0,79
Ostatní finanční náklady	4,35	4,21	4,38	2,93	2,58
Finanční výsledek hospodaření	-3,48	-3,59	-4,21	-2,43	-211
Výsledek hospodaření za účetní období	1,41	1,22	1,47	1,00	1,29

Jelikož se jedná o podnik poskytující služby, tak pro vertikální analýzu byly jako základna použity tržby za prodej výrobků a služeb.

Z horizontální analýzy výkazu zisku a ztráty lze vyčíst, jak se měnily položky mající vliv na výsledek hospodaření v čase. Lze si všimnout, že tržby za prodej výrobků a služeb v průběhu sledovaných let mají rostoucí trend, výjimku tvoří rok 2016, kdy došlo k poklesu těchto tržeb. Jinak tržby meziročně rostly o 2,86 – 4,25 %.

Prodej zboží je doplňkovou činností, výše tržeb z této činnosti tvoří zanedbatelnou částku, její podíl na tržbách za výrobky a služby je přibližně 0,02 – 0,15 %, z tohoto důvodu zde nejsou vyčísleny.

Výkonová spotřeba má nejvyšší podíl na zvolené základně, tento podíl nezaznamenává příliš výrazné změny, ve sledovaných letech se pohybuje v rozsahu 79,14 – 80,52 %. Výkonová spotřeba je tvořena náklady na prodané zboží, které kopírují vývoj tržeb z jejich prodeje. Další složkou výkonové spotřeby je spotřeba materiálu a energie a náklady na služby. Největší položku tvoří náklady na služby a to 72,01 – 73,64 % na zvolené základně, což je očekávající vzhledem k činnosti podniku. Menší podíl pak mají

náklady na materiál a energie, které se pohybují v rozmezí 6,42 – 7,60 % na zvolené základně. Meziroční vývoj výkonové spotřeby má velice podobný vývoj jako tržby.

Osobní náklady vykazují rostoucí trend, nejnižší nárůst byl v roce 2014, pouhých 0,48 % (117 tis. Kč), a nejvyšší byl v roce 2017 o 10,46 %, tedy přibližně o 2,7 miliónů korun. Tento nárůst byl způsobený zvýšením mezd zaměstnanců ale také z důvodu zvýšení počtu zaměstnanců. Lze konstatovat, že vývoj osobních nákladů nemá stejný průběh jako vývoj tržeb a výkonové spotřeby. Osobní náklady zahrnují jak mzdové, tak náklady na sociální a zdravotní pojištění. Jejich podíl na tržbách se postupně zvyšoval, ve sledovaných letech se pohyboval v rozmezí 8,74 – 9,75 %.

Úpravy hodnot dlouhodobého majetku v čase rostl, výjimku tvoří rok 2017 kdy došlo k meziročnímu poklesu o 4,74 %. Růst a následný pokles této položky byl způsobený nejdříve investicí do majetku ve dvou letech a následně v roce 2015 – 2017 došlo k prodeji dlouhodobého majetku. Tato skutečnost se projevila v roce 2016 zpomalením tempa růstu hodnoty úprav dlouhodobého majetku a následný meziročním poklesem.

Finanční výsledek hospodaření dosahoval ve všech sledovaných letech záporných hodnot, tato skutečnost je zapříčiněna zejména kurzovými rozdíly, které vznikají z obchodní činnosti se zahraničím.

Vývoj výsledku hospodaření za účetní období je velmi kolísavý. Jeho podíl na tržbách za výrobky a služby činí v rozmezí 1 – 1,47 %. V roce 2014 a 2016 došlo k poklesu výsledku hospodaření, zatímco v roce 2015 a 2017 došlo k jeho meziročnímu nárůstu. V roce 2014 nedošlo k téměř žádné změně v provozním výsledku hospodaření, proto pokles výsledku hospodaření za účetní období byl způsoben záporným finančním výsledkem hospodaření, který meziročně vzrostl. Ztráta z finančních aktivit podniku byla prohloubena zejména zvýšením nákladových úroků vlivem nového úročeného cizího kapitálu, ale také z důvodu snížení kurzových zisků a zvýšení kurzové ztráty.

V roce 2016 nebyla příčinou meziročního poklesu výsledku hospodaření ztráta z finanční činnosti, jelikož naopak finanční výsledek hospodaření meziročně „klesl“, tzn. snížila se jeho ztráta. Problémem byly ostatní provozní náklady, konkrétně jiné provozní náklady, které meziročně vzrostly o 5719,23 %, to také negativně ovlivnilo provozní výsledek

hospodaření, který klesl o 40,79 %, tedy o přibližně 7 miliónů korun. K poklesu ostatních finančních nákladů a naopak nárůstu jiných provozních nákladů došlo z důvodu změny v metodickém postupu při účtování o pojištění.

V roce 2015 a 2017 došlo k meziročnímu růstu výsledku hospodaření za účetní období a to o 23,57 % a 34,58 %.

3.3.2 Analýza poměrových ukazatelů

Poměrové ukazatelé patří mezi nejpoužívanější a základní nástroje finanční analýzy. Zachycují vzájemný vztah mezi dvěma položkami účetních výkazů. Tyto ukazatelé umožňují snadno a rychle získat základní informace o finanční situaci podniku. V rámci kapitoly budou uvedeny ukazatelé rentability, aktivity, zadluženosti a likvidity. Výsledné hodnoty těchto ukazatelů budou porovnány s oborovým průměrem a se dvěma konkurenčními podniky. Jedná se o CK SKALLA, která co do velikosti a strukturou nabízených služeb je srovnatelná s analyzovaným podnikem. A druhým konkurentem je CK Čedok, který je oproti předchozímu konkurentu významně větší společností a také rozsahem svých nabízených služeb. Hodnoty odvětví CZ NACE 79 byly převzaty z databáze, kterou poskytuje Ministerstvo obchodu a průmyslu. Hodnoty konkurentů byly dopočteny z výkazů, které tyto společnosti mají zveřejněné na internetovém portálu justice.

Ukazatele rentability

Prostřednictvím ukazatelů rentability neboli výnosnosti bude analyzovaná schopnost podniku dosahovat výnosu na základě vložených prostředků.

- **Rentabilita celkových aktiv (ROA)**

Tabulka č. 16: Rentabilita celkových vložených aktiv v % (Vlastní zpracování dle 35, 36, 32,33)

	2013	2014	2015	2016	2017
Podnik XY	19,14	18,41	18,61	11,99	12,59
Oborový průměr	10,29	10,34	3,42	7,79	10,07
SKALLA	34,02	14,70	-14,07	-13,81	15,03
Čedok	-7,76	-8,50	-31,88	-17,37	11,07

Hodnoty ukazatele rentability celkových aktiv ve sledovaném období pohybuje v rozmezí 11,99 – 19,14 %. V roce 2016 došlo k poklesu hodnoty ukazatele, jehož příčinou byl pokles provozního výsledku hospodaření o přibližně 41 % způsobeného nárůstem provozních nákladů. I když má ukazatel rentability aktiv ve sledovaném období klesající tendenci, tak i přes tento fakt podnik ve všech letech dosahuje vyšší hodnoty tohoto ukazatele než je oborový průměr. Při komparaci s konkurenčním podnikem SKALLA bylo zjištěno, že tento podnik pouze v roce 2013 a 2017 dosahoval vyšší rentability, v ostatních letech jeho rentabilita aktiv dosahovala i záporných hodnot. Stejně tomu je i u společnosti Čedok, která ve všech letech, vyjma roku 2017, dosahuje záporné rentability. Tento fakt byl způsoben záporným provozním výsledkem hospodaření.

- **Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)**

Tabulka č. 17: Rentabilita vlastního kapitálu v % (Vlastní zpracování dle 35, 36, 32,33)

	2013	2014	2015	2016	2017
Podnik XY	16,77	15,33	17,83	16,50	22,43
Oborový průměr	22,89	19,98	2,73	13,49	27,10
SKALLA	23,18	13,81	-6658,33	101,17	-169,92
Čedok	5,31	-2,52	-142,70	-67,15	4,73

U ukazatele rentability vlastního kapitálu již analyzovaný podnik nedosahuje vyšších hodnot, než je oborový průměr ve všech sledovaných letech, ale pouze v roce 2015 a 2016. Společnost SKALLA dosahuje vyšší rentability než analyzovaný podnik pouze v roce 2013. Společnost Čedok dosahuje ve všech letech významně nižších hodnot než analyzovaný podnik.

- **Rentabilita tržeb (ROS)**

Tabulka č. 18: Rentabilita tržeb v % (Vlastní zpracování dle 35, 36, 32,33)

	2013	2014	2015	2016	2017
Podnik XY	5,30	5,11	6,03	3,65	3,72
Oborový průměr	4,21	4,67	1,41	3,56	4,43
SKALLA	4,49	3,39	-5,77	-6,32	7,6
Čedok	-1,95	-2,15	-6,72	-3,32	1,77

Rovněž i ukazatel rentability tržeb má obdobný závěr jako ukazatel rentability aktiv. Hodnoty tohoto ukazatele podnik XY se ve všech sledovaných letech pohybuje nad oborovým průměrem, výjimku tvoří rok 2017, kdy hodnota je o 0,71 % pod oborovým průměrem. I tento ukazatel má klesající tendenci za sledované období. Hodnoty ukazatele ROS společnosti SKALLA jsou opět nižší než u analyzovaného podniku vyjma roku 2017, kdy tato hodnota převyšuje i oborový průměr. Společnost Čedok i u tohoto ukazatele dosahuje záporných a tedy výrazně nižších hodnot než podnik XY.

Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity sledují, jak efektivně podnik využívá svůj majetek a měří vázanost složek kapitálu v jednotlivých složkách aktiv a pasiv.

- **Obrat celkových aktiv**

Tabulka č. 19: Obrat celkových aktiv (Vlastní zpracování dle 35, 36, 32,33)

	2013	2014	2015	2016	2017
Podnik XY	3,61	3,60	3,08	3,28	3,39
Oborový průměr	2,44	2,21	2,42	2,19	2,28
SKALLA	7,58	4,34	2,43	2,19	1,98
Čedok	3,97	3,96	4,74	5,23	6,24

Obrat celkových aktiv se pohybuje v intervalu 3,08 – 3,61, tento ukazatel by měl dosahovat co nejvyšších hodnot. Podnik XY má výsledné hodnoty tohoto ukazatele ve všech sledovaných letech nad oborovým průměrem. Při komparaci s konkurenční podniky má hodnocený podnik skoro ve všech sledovaných letech nižší hodnotu obratu celkových aktiv.

- **Doba obratu aktiv**

Tabulka č. 20: Doba obratu aktiv ve dnech (Vlastní zpracování dle 35, 36, 32,33)

	2013	2014	2015	2016	2017
Podnik XY	99,69	99,88	116,71	109,59	106,31
Oborový průměr	147,54	162,9	148,76	164,38	157,89
SKALLA	47,49	82,95	148,15	164,38	181,82
Čedok	90,68	90,91	75,95	68,83	57,69

Doplňujícím ukazatelem je doba obratu aktiv, která oproti předchozímu ukazateli udává počet dnů, po které jsou aktiva vázány v podniku. Tato doba by měla být co nejkratší. Jelikož se jedná o stejný ukazatel v rozdílném vyjádření, tak i jeho závěr je stejný jako u předchozího ukazatele. Hodnoty podniku XY se pohybují nad oborovým průměrem a při komparaci s konkurencí dosahuje podobných či o něco málo horších hodnot.

- **Doba inkasa pohledávek**

Tabulka č. 21: Doba inkasa pohledávek ve dnech (Vlastní zpracování dle 35, 32,33)

	2013	2014	2015	2016	2017
Podnik XY	0,62	0,42	1,00	0,30	0,71
SKALLA	12,48	14,52	8,93	15,95	10,31
Čedok	10,56	13,49	10,31	13,24	8,05

Jelikož odběrateli jsou zpravidla klienti fyzické osoby, pohybuje se hodnota ukazatele doby splatnosti pohledávek v rozmezí 0,3 - 1 dne. Tyto hodnoty jsou oproti hodnotám ve výrobním podniku velice nízké. Odráží také nízkou vyjednávací sílu odběratelů. Vývoj hodnot má kolísavou tendenci, nelze tedy říci, že by se jeho trend snižoval či zvyšoval. U obou konkurentů je doba inkasa pohledávek až mnohonásobně vyšší.

- **Doba splatnosti krátkodobých závazků**

Tabulka č. 22: Doba splatnosti krátkodobých závazků ve dnech (Vlastní zpracování dle 35, 32,33)

	2013	2014	2015	2016	2017
Podnik XY	9,34	5,50	6,35	6,69	6,36
SKALLA	3,31	4,84	9,5	1,76	1,48
Čedok	7,12	7,38	10,51	15,99	14,03

Doba splatnosti krátkodobých závazků vyjadřuje, po kolika dnech podnik v průměru hradí své závazky vůči dodavatelům. Jinými slovy se jedná o bezúročný obchodní úvěr. Zpravidla by měla tato doba být delší než doba inkasa pohledávek. Analyzovaný podnik

tuto podmínku splňuje. Jeho doba splatnosti krátkodobých závazků se pohybuje v rozmezí 5,5 – 9,34 dní, to oproti době inkasa pohledávek, která se pohybovala v rozmezí 0,3 – 1 den, převyšuje 5 až 30 krát. Společnost SKALLA tuto podmínku nesplňuje, její doba inkasa pohledávek je vyšší než doba splatnosti krátkodobých závazků. Nicméně u CK Čedok ve sledovaných letech dochází k rostoucímu vývoji doby splatnosti závazků a v posledních třech sledovaných letech doba splatnosti závazků je vyšší než doba inkasa pohledávek.

Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti podávají informace o úvěrovém zatížení podniku, krytí majetku a vztahu mezi vlastními a cizími zdroji financování podniku.

- **Koeficient samofinancování**

Tabulka č. 23: Koeficient samofinancování v % (Vlastní zpracování dle 35, 36, 32,33)

	2013	2014	2015	2016	2017
Podnik XY	30,31	28,67	25,34	19,81	19,47
Oborový průměr	44,69	46,4	41,8	37,46	29,17
SKALLA	48,34	29,58	0,25	-20,69	-6,69
Čedok	43,19	41,99	27,18	18,4	19,49

Tento ukazatel vyjadřuje finanční stabilitu podniku. Podnik XY se ve všech sledovaných letech nachází pod průměrem odvětví. Vývoj hodnoty tohoto ukazatele má pro analyzovaný podnik klesající tendenci. Cestovní kancelář SKALLA dosahuje vyjma roku 2013 a 2014 ještě horších hodnot než analyzovaný podnik. Jeho hodnoty se vlivem ztráty dostaly do záporných čísel. Společnost Čedok má stejný vývoj hodnot jako podnik XY, jeho trend je také klesající a hodnoty tohoto ukazatele jsou v posledních třech sledovaných letech na stejné úrovni jako u podniku XY.

- **Celková zadluženost**

Tabulka č. 24: Celková zadluženost v % (Vlastní zpracování dle 35, 36, 32,33)

	2013	2014	2015	2016	2017
Podnik XY	15,49	19,82	29,41	32,29	29,25
Oborový průměr	50,45	56,08	55,03	49,7	40,75
SKALLA	51,66	70,42	99,75	120,63	106,65
Čedok	56,31	57,68	72,58	81,33	80,40

Celková zadluženost je opakem k ukazateli koeficientu samofinancování. Udává, do jaké míry podnik financuje svůj majetek prostřednictvím cizích zdrojů. Podnik XY dosahuje ve sledovaných letech hodnot 15,49 – 32,29 % tohoto ukazatele, tyto hodnoty jsou pod oborovým průměrem. Součet koeficientu samofinancování s celkovou zadlužeností se pohybují přibližně v rozmezí 45 – 52 %, tento fakt je způsoben zejména časovým rozlišením, konkrétně výnosy příštích období, které u analyzovaného podniku činí podstatnou část pasiv jak jsme si mohli všimnout ve vertikální analýze zdrojů financování. Cestovní kancelář SKALLA v letech 2016 a 2017 dosahuje hodnot nad 100 % a to z důvodu záporného koeficientu samofinancování způsobeného záporným vlastním kapitálem (ztráty z minulých let). Také společnost Čedok má rostoucí vývoj tohoto ukazatele a pohybuje se nad hodnotami oborového průměru. Konkurenti dosahují ve sledovaném období významně vysokých hodnot tohoto ukazatele.

- **Úrokové krytí**

Tabulka č. 25: Úrokové krytí (Vlastní zpracování dle 35, 32,33)

	2013	2014	2015	2016	2017
Podnik XY	197,51	31,13	28,00	16,29	11,6
SKALLA	----	----	-49,07	-17,08	22,42
Čedok	-42,61	-34,16	-49,25	-27,88	144,68

Úrokové krytí udává, kolikrát je podnik schopen krýt nákladové úroky výsledkem hospodaření podniku. Podnik vykazuje vysoké hodnoty úrokového krytí, které jsou pro budoucí věřitele dobrým signálem. V roce 2014 došlo k výraznému poklesu ukazatele, to bylo zapříčiněno růstem nákladových úroků, jelikož si podnik v tomto roce vzal vysoký bankovní úvěr. V následujících letech podnik také financoval investice do dlouhodobého majetku bankovními úvěry, z tohoto důvodu lze sledovat klesající tendenci vývoje ukazatele úrokového krytí. Podnik SKALLA v prvních dvou letech neměl nákladové

úroky a v následujícím období si vzal bankovní úvěr který spolu se záporným provozním výsledkem hospodaření způsobili zápornou hodnotu tohoto ukazatele. Až v roce 2017 dosahuje kladných hodnot. Také společnost Čedok vyjma roku 2017 dosahuje vlivem záporného provozního výsledku hospodaření záporných hodnot ukazatele úrokového krytí.

Ukazatele likvidity

K posouzení schopnosti podniku dostát svým krátkodobým závazkům slouží ukazatelé likvidity. Hodnotí, jak podnik hospodaří se svými peněžními prostředky a ostatními likvidními aktivy, aby byl schopen v čas a v požadovaném rozsahu splatit své závazky.

- **Běžná likvidity**

Tabulka č. 26: Běžná likvidita (Vlastní zpracování dle 35, 36, 32,33)

	2013	2014	2015	2016	2017
Podnik XY	5,92	7,17	8,02	7,20	7,69
Oborový průměr	1,57	0,9	0,97	0,86	1,17
SKALLA	1,87	2,17	0,77	0,96	0,88
Čedok	1,26	1,09	0,75	0,80	0,79

Běžná likvidita, neboli likvidita 3. stupně má doporučené hodnoty v rozmezí 1,5 – 2,5. Podnik XY ve sledovaných letech přesahuje tyto hodnoty, a také hodnoty oborového průměru. Hodnoty běžné likvidity analyzovaného podniku se pohybují v rozmezí 5,92 až 8,02, důvodem vysoké likvidity je zejména vysoké položky poskytnutých záloh, peněz na bankovních účtech a naopak nízkých krátkodobých závazků. Ve sledovaných letech vývoj hodnot běžné likvidity podniku postupně rostou. Obě konkurenční společnosti se pohybují pod doporučenými hodnotami, vyjma prvních dvou let CK SKALLA, a dokonce se i ve většině sledovaných let pohybují pod hodnotami oborového průměru.

- **Pohotová likvidita**

Tabulka č. 27: Pohotová likvidita (Vlastní zpracování dle 35, 36, 32,33)

	2013	2014	2015	2016	2017
Podnik XY	5,92	7,17	8,02	7,20	7,69
Oborový průměr	1,55	0,89	0,96	0,85	1,16
SKALLA	1,87	2,17	0,77	0,96	0,88
Čedok	0,89	0,68	0,68	0,78	0,77

Likvidita 2. stupně má doporučené hodnoty 1 až 1,5. Jelikož podnik nevlastní žádné zásoby, hodnoty pohotové likvidity jsou shodné s hodnotami běžné likvidity. Podnik XY tedy i v tomto případě překračuje doporučených hodnot a ve všech letech se také pohybuje nad oborovým průměrem. Společnost SKALLA rovněž nevlastní žádné zásoby a tedy také její hodnoty jsou shodné s hodnotami likvidity 3. stupně. Nicméně pouze v roce 2013 a 2014 se společnost nachází nad oborovým průměrem, v těchto letech hodnoty ukazatele likvidity 2. stupně překračují doporučené hodnoty. Cestovní kancelář Čedok doporučených hodnot vůbec nedosahuje ani za žádný sledovaný rok nepřekročila oborový průměr.

- **Okamžitá likvidita**

Tabulka č. 28: Okamžitá likvidita (Vlastní zpracování dle 35, 36, 32,33)

	2013	2014	2015	2016	2017
Podnik XY	2,19	1,63	3,11	2,45	2,61
Oborový průměr	0,44	0,19	0,2	0,17	0,27
SKALLA	1,10	1,23	0,22	0,38	0,43
Čedok	0,13	0,04	0,13	0,06	0,16

Poslední likviditou je likvidita 1. stupně, která zahrnuje pouze nejlikvidnější aktiva, tedy peněžní prostředky na bankovních účtech a v pokladně. Hodnoty tohoto ukazatele by se měly pohybovat v intervalu 0,2 – 05. Podnik XY stejně jako u předchozích ukazatelů likvidity se pohybuje nad doporučenými hodnotami a také nad hodnotami oborového průměru. Společnost Čedok má stejný vývoj jako u předchozího ukazatele. A cestovní kancelář SKALLA dosahuje oborových hodnot. V roce 2013 a 2014 hodnota ukazatele také převyšuje doporučené hodnoty.

3.3.3 Analýza soustav ukazatelů

V následující kapitole bude zhodnocena finanční situace podniku prostřednictvím soustav ukazatelů. Tyto soustavy ukazatelů oproti poměrovým ukazatelům hodnotí podnik komplexně jedním číslem. Poměrové ukazatele se věnují pouze určité oblasti a hodnotí každou oblast zvlášť bez vzájemných souvislostí, v tomto tkví jejich omezená vypovídací schopnost. V následující kapitole bude posouzena finanční situace podniku prostřednictvím Altmanovy analýzy a Indexu IN05.

Altmanova analýza

Jedná se o bankrotní model, který hodnotí schopnost podniku přežít. Kritéria hodnocení Altmanova modelu jsou následující:

- $Z < 1,18$ pásma bankrotu
- $1,18 < Z < 2,99$ šedá zóna
- $Z > 2,99$ prosperující podnik

Následující tabulka uvádí výsledky Altmanova modelu ve všech sledovaných letech.

Tabulka č. 29: Altmanův model (Vlastní zpracování dle 35)

	Váha	2013	2014	2015	2016	2017
ČPK/A	0,717	0,1618	0,1354	0,1947	0,1492	0,1703
NZ/A	0,847	0,2523	0,2427	0,2082	0,1654	0,1511
EBIT/A	3,107	0,1914	0,1841	0,1861	0,1199	0,1259
VK/CZ	0,420	1,9572	1,4466	0,8616	0,6135	0,6658
T/A	0,998	3,6112	3,6043	3,0847	3,2849	3,3864
Z – skóre		5,3504	5,0794	4,3346	4,1557	4,3006
Resumé		✓	✓	✓	✓	✓

Z tabulky výše vyplývá, že podnik ve sledovaných letech nedosáhl hodnoty pod 1,18, která představuje podnik ohrožen bankrotem. Podnik XY se v žádném z období nenachází ani v šedé zóně. Ve všech letech byly hodnoty Altmanova indexu nad hranicí 2,99, tedy předpokládá se uspokojivá finanční situace podniku. Hodnoty Z-score jsou nejvíce ovlivněny poměrem tržeb a celkových aktiv, které tvoří přibližně 68 - 78 % hodnoty výsledného indexu.

Index IN05

Jedná se o modifikaci Altmanova modelu, který hodnotí schopnost podniku tvořit hodnotu pro vlastníky. Stejně jako u předchozího modelu, tak i zde jsou kritéria pro hodnocení výsledných hodnot:

- $IN05 < 0,9$ pásma kdy netvoří hodnotu pro vlastníky
- $0,9 < IN05 < 1,6$ šedá zóna
- $IN05 > 1,6$ podnik tvoří novou hodnotu pro vlastníky

Tabulka č. 30: Index IN05 (Vlastní zpracování dle 35)

	Váha	2013	2014	2015	2016	2017
A/CZ	0,13	6,4569	5,0460	3,3997	3,0969	3,4187
EBIT/nákladové úroky	0,04	9	9	9	9	9
EBIT/A	3,97	0,1914	0,1861	0,1861	0,1199	0,1259
Výnosy/A	0,1	3,6122	3,0979	3,2934	3,2934	3,3952
OA/(kr. závazky + kr. bankovní úvěry)	0,09	5,9166	8,0215	7,1986	7,1986	7,6914
IN05		2,8530	2,7529	2,5726	2,2160	2,3361
Resumé		✓	✓	✓	✓	✓

Autoři doporučují jako maximální hodnotu koeficientu úrokového krytí volit 9, jelikož podnik tuto hodnotu překračoval ve všech sledovaných letech, byla hodnota tohoto ukazatele stanovena na 9. Z výše uvedené tabulky vyplývá, že podnik XY ve všech sledovaných letech přesahuje hodnotu indexu 1,6 a tedy tvořil novou hodnotu pro vlastníky. Nejvyšší hodnoty bylo dosaženo v roce 2013 a následně dochází ke snižování výsledné hodnoty indexu IN05.

3.3.4 Souhrnné zhodnocení dosažených poznatků z finanční analýzy

V následující podkapitole budou shrnuty poznatky z finanční analýzy podniku XY.

Za celé sledované období lze sledovat nárůst bilanční sumy podniku a také jeho tržeb, lze tedy konstatovat, že podnik roste a nedochází ke stagnaci.

Podnik dosahoval ve všech sledovaných letech kladného provozního i celkového hospodářského výsledku, jehož trend není zcela jednoznačný. Provozní VH měl rostoucí

tendenci, ale v roce 2016 došlo k výraznému poklesu. Na výsledek hospodaření za účetní období měl vliv také finanční výsledek hospodaření, který byl příčinou poklesu celkového výsledku hospodaření také v roce 2014.

Vývoj tržeb má rostoucí trend, vyjma opět roku 2016 kdy došlo k jeho poklesu. Za sledované období tržby vzrostly o přibližně 24 mil. Kč.

Struktura aktiv a pasiv je vzhledem k předmětu činnosti podniku odpovídající. Jedná se o kapitálově lehký podnik. Celková aktiva mají rostoucí tendenci, pouze v roce 2016 došlo k poklesu. Podnik v roce 2014, 2015 a 2016 investoval do hmotných movitých věcí. Na oběžných aktivech se nejvíce podílejí pohledávky, zejména pak krátkodobé poskytnuté zálohy.

Všechny sledované ukazatele rentability byly ve většině případů nad oborovými hodnotami, a také v porovnání s konkurenty podnik dosahoval lepších hodnot rentability. Lze říci, že ziskovost podniku je ve všech letech poměrně vysoká.

Výsledné hodnoty ukazatelů aktivity se pohybovaly nad oborovým průměrem. U obratu aktiv podnik dosahoval nižších hodnot než jeho konkurenti, ale stále se nacházel nad oborovým průměrem. Doba inkasa pohledávek podniku XY činila významně menší počet dní než u obou konkurentů. Také oproti konkurenci podnik splňuje pravidlo, že doba inkasa pohledávek je kratší než doba splatnosti krátkodobých závazků. Pro podnik to znamená využívání bezúročných dodavatelských úvěrů.

Možné problémy lze sledovat u ukazatelů zadluženosti, kdy celková zadluženost podniku má ve sledovaných letech rostoucí tendenci a naopak koeficient samofinancování klesá. Nicméně hodnoty ukazatele celkové zadluženosti ve sledovaných letech dosahují maximálně 32,29 %. Podnik je schopen své nákladové úroky bez jakýchkoli problémů krýt vytvořeným výsledkem hospodaření.

Podnik může mít z pohledu investora problém s běžnou, pohotovou i okamžitou likviditou, jelikož výsledné hodnoty výrazně přesahují doporučené i oborové hodnoty. Pro investora to znamená neefektivní vázanost finančních prostředků v oběžných aktivech. Naopak věřitelé uvítají vyšší hodnoty likvidity.

Hodnoty Altmanova modelu se po celé sledované období pohybují nad hranicí 2,99, toto kritérium vypovídá o uspokojivé finanční situaci podniku. Také index IN05 dopadl pozitivně a vyhodnotil, že podnik tvoří novou hodnotu pro vlastníky.

Závěrem finanční analýzy je, že celkově se podnik jeví jako finančně zdravý a nebyly identifikovány žádné problémy, které by vedly k závěru, že podnik je ohrožen riziky, která by mohla významným způsobem ohrozit jeho budoucí existenci. Proto lze předpokládat dlouhodobou perspektivu podniku.

3.4 SWOT analýza

Následující kapitola podává souhrnný přehled nejdůležitějších externích a interních faktorů, které mají vliv na úspěch oceňovaného podniku. Externí faktory definují příležitosti a hrozby a interní silné a slabé stránky podniku. K sestavení SWOT analýzy budou využity poznatky zjištěné při provedení finanční a strategické analýzy.

Silné stránky

- dostatek likvidních prostředků
- stabilní dlouholetá pozice na trhu, zkušenosti
- nízká doba inkasa pohledávek z obchodních vztahů
- hodnoty rentability
- strategické umístění poboček – v 6 největších městech v ČR
- kvalita nabízených služeb
- růst bilanční sumy a pozitivní vývoj tržeb
- speciální nabídky cestovní kanceláře
- široké portfolio nabízených služeb
- vlastní autobusová doprava
- 70 % vlastních ubytovacích kapacit (stany, mobilhomy, karavany)

Slabé stránky

- neefektivní vázanost finančních prostředků v oběžných aktivech
- internetové stránky

- úzký rozsah nabízených destinací

Příležitosti

- růst populace
- zvyšující se podíl výdajů za služby CK na celkových výdajích v zahraničí
- zvyšující se průměrná mzda
- snižující se míra nezaměstnanosti
- měnící se věková struktura obyvatel v ČR

Hrozby

- trendy v cestování
- měnící se věková struktura obyvatelstva v ČR
- vývoje směnných kurzů
- střední bariéry vstupu na trh

Z provedené analýzy vychází, že podnik je zdravý a je možné předpokládat jeho neomezené trvání tzv. going concern a lze tedy stanovit návrh ocenění na základě výnosových metod.

4 VLASTNÍ NÁVRHY ŘEŠENÍ

V této kapitole bude provedeno konečné ocenění podniku. Na základě výsledků z předchozí kapitoly a poznatků získaných v teoretické části práce bude nejprve provedena prognóza generátorů hodnot, které jsou nezbytné pro sestavení finančního plánu. Následně bude sestaven finanční plán, který je pro ocenění výnosovou metodou nezbytnou součástí. Poté bude na základě získaných podkladů ze všech částí provedeno ocenění podniku k 31.12.2017.

4.1 Zohlednění důsledků leasingového financování na výši provozně nutného kapitálu a KPVH

Podnik XY vlastní leasingy, které tvoří podstatnou část jeho investic. Investice, které jsou financovány finančním leasingem tvoří až 45 % celkových investic podniku XY. Aby nedošlo ke zkreslení majetku podniku, jeho závazků a následnému zkreslení celého ocenění podniku, je nutné, před samotným rozdělení majetku, prognózování a sestavení plánu upravit výkazy podniku o položky plynoucí z finančního leasingu. Proto je nutné tyto leasingové obchody aktivovat a z nich plynoucí závazky vykázat v pasivech. Následně také promítnout úpravy do propočtu hospodářského výsledku ve formě odpisů a finančních nákladů spojené s jeho pořízením (finanční náklady jsou ekonomickým vyjádřením úroků z úvěru). Při úpravě budeme vycházet z principů obsažených v Mezinárodním účetním standardu 17.

Tabulka č. 31: Leasingy - TC, úroková míra, odpis (Vlastní zpracování dle 35)

	Tržní cena (v EUR)	Tržní cena (v CZK)	Úroková míra v %	Odpis (v CZK)
Leasing 1	229 990	6 055 637	4,80	504 636
Leasing 2	297 000	7 820 010	1,35	651 668
Leasing 3	432 000	11 375	2,11	947 880

Tabulka výše shrnuje základní parametry potřebné pro výpočet ostatních položek upravujících výkazy. Podnik předpokládá celkovou dobu využití majetku 12 let, proto je roční odpis stanoven ve výši 1/12 tržní ceny majetku.

V následujících tabulkách jsou vypočítány platby, úrok a úmor jednotlivých leasingů jako by byl majetek pořízen na úvěr. Jelikož se na majetek nahlíží z pohledu ekonomického, tedy rizika a užitek nese podnik XY (nájemce), je nutné také provést úpravy v rozvaze. Tyto úpravy jsou vypočítány v následujících tabulkách pro jednotlivé leasingy zvlášť.

Tabulka č. 32: Leasing 1 - platby, úrok, úmor v Kč (Vlastní zpracování dle 35)

	PS	platba	úrok	úmor	KS
2013	6 056 637	1 391 079	290 833	1 100 246	4 955 391
2014	4 955 391	1 391 079	237 992	1 153 087	3 802 303
2015	3 802 303	1 391 079	182 613	1 208 466	2 53 837
2016	2 53 837	1 391 079	124 574	1 266 505	1 327 332
2017	1 327 332	1 391 079	63 748	1 327 332	0

Tabulka výše zobrazuje rozpočítané splátky na úrok a úmor leasingu 1. Tyto položky budou dále zahrnuty do úprav rozvahy a výkazu zisku a ztráty.

Tabulka č. 33: Leasing 1 - úpravy rozvahy v Kč (Vlastní zpracování dle 35)

	AKTIVA	PASIVA			
	DM	závazek	Δ VK (EAT)	Δ neroz. VH	Σ Δ P
2013	5 551 000	4 955 391	595 610	595 610	5 551 000
2014	5 046 364	3 802 303	648 451	1 244 060	5 046 364
2015	4 541 728	2 593 837	703 830	1 947 891	4 541 728
2016	4 037 091	1 327 332	761 869	2 709 760	4 037 091
2017	3 532 455	0	822 695	3 532 455	3 532 455
2018	3 027 818		-504 636	3 027 818	3 027 818
2019	2 523 182		-504 636	2 523 182	2 523 182
2020	2 018 546		-504 636	2 018 546	2 018 546
2021	1 513 909		-504 636	1 513 909	1 513 909
2022	1 009 273		-504 636	1 009 273	1 009 273
2023	504 636		-504 636	504 636	504 636
2024	0		-504 636	0	0

Tabulka ve tvaru rozvahy vyčísluje hodnoty jednotlivých položek leasingu 1, o které v závěru této kapitoly bude upravena rozvaha.

Tabulka č. 34: Leasing 2 - platby, úrok, úmor v Kč (Vlastní zpracování dle 35)

	PS	platba	úrok	úmor	KS
2015	7 820 010	819 444	105 659	713 785	7 106 225
2016	7 106 225	1 638 889	96 015	1 542 874	5 563 351
2017	5 563 351	1 638 889	75 168	1 563 720	3 999 630
2018	3 999 630	1 638 889	54 040	1 584 848	2 414 782
2019	2 414 782	1 638 889	32 627	1 606 262	808 520
2020	808 520	819 444	10 924	808 520	0

Tabulka výše zobrazuje rozpočítané splátky na úrok a úmor leasingu 2. Tyto položky budou dále zahrnuty do úprav výkazu zisku a ztráty.

Tabulka č. 35: Leasing 2 - úpravy rozvahy v Kč (Vlastní zpracování dle 35)

	AKTIVA	PASIVA			
	DM	závazek	Δ VK (EAT)	Δ neroz. VH	Σ Δ P
2015	7 168 343	7 106 225	62 118	62 118	7 168 343
2016	6 516 675	5 556 351	891 207	953 324	6 516 675
2017	5 865 008	3 999 630	912 053	1 865 377	5 865 008
2018	5 213 340	2 414 782	933 181	2 798 558	5 213 340
2019	4 561 673	808 520	954 594	3 753 152	4 561 673
2020	3 910 005	0	156 853	3 910 005	3 910 005
2021	3 258 338		-651 668	3 258 338	3 258 338
2022	2 606 670		-651 668	2 606 670	2 606 670
2023	1 955 003		-651 668	1 955 003	1 955 003
2024	1 303 335		-651 668	1 303 335	1 303 335
2025	651 668		-651 668	651 668	651 668
2026	0		-651 668	0	0

Tabulka ve tvaru rozvahy vyčísluje hodnoty jednotlivých položek leasingu 2, o které v závěru této kapitoly bude upravena rozvaha.

Tabulka č. 36: Leasing 3 - platby, úrok, úmor v Kč (Vlastní zpracování dle 35)

	PS	platba	úrok	Úmor	KS
2014	11 374 560	1 737 986	239 544	1 498 442	9 876 118
2015	9 876 118	2 454 781	207 987	2 246 793	7 629 324
2016	7 629 324	2 454 781	160 671	2 294 110	5 335 214
2017	5 335 214	2 454 781	112 358	2 342 423	2 992 791
2018	2 992 791	2 454 781	63 027	2 391 754	601 038
2019	610 038	613 695	12 658	601 038	0

Tabulka výše zobrazuje rozpočítané splátky na úrok a úmor leasingu 3. Tyto položky budou dále zahrnuty do úprav výkazu zisku a ztráty.

Tabulka č. 37: Leasing 3 - úpravy rozvahy v Kč (Vlastní zpracování dle 35)

	AKTIVA	PASIVA			
	DM	závazek	Δ VK (EAT)	Δ neroz. VH	Σ Δ P
2014	10 426 680	9 876 118	550 562	550 562	10 426 680
2015	9 478 800	7 629 324	1 298 913	1 849 476	9 478 800
2016	8 530 920	5 335 214	1 346 230	3 195 706	8 530 920
2017	7 583 040	2 992 791	1 394 543	4 590 249	7 583 040
2018	6 635 160	601 038	1 443 874	6 034 122	6 635 160
2019	5 687 280		-346 842	5 687 280	5 687 280
2020	4 739 400		-947 880	4 739 400	4 739 400
2021	3 791 520		-947 880	3 791 520	3 791 520
2022	2 843 640		-947 880	2 843 640	2 843 640
2023	1 895 760		-947 880	1 895 760	1 895 760
2024	947 880		-947 880	947 880	947 880
2025	0		-947 880	0	0

Tabulka ve tvaru rozvahy vyčísluje hodnoty jednotlivých položek leasingu 3, o které v závěru této kapitoly bude upravena rozvaha.

Výše uvedené tabulky uvádějí položky jednotlivých leasingů za jednotlivé roky, o které je nutné upravit rozvahu a výkaz zisku a ztrát. Souhrnné hodnoty jsou potom dále uvedeny v následující tabulce.

Tabulka č. 38: Úpravy výkazů podniku o leasingové operace v tis. Kč (Vlastní zpracování dle 35)

	2013	2014	2015	2016	2017
ZC DM	5 551	15 473	21 189	19 085	16 981
Závazky z leasingu	4 955	13 679	17 329	12 226	6 993
Nerozdělený VH minulých let	596	1 795	3 859	6 859	9 988
Odpisy	505	1 453	2 104	2 104	2 104
Úroky	291	478	496	381	251
Služby	-1 391	-3 129	-4 665	-5 485	-5 485

Můžeme si všimnout, že je nutné provést korekci nejen aktiv o ZC majetku a pasiv o závazky z leasingu, ale také se musí pasiva upravit o nerozdělený VH minulých let, který se vypočítá jako rozdíl splátky leasingové společnosti a odpisu a od toho se ještě odečtou nákladové úroky. Tato položka se dále za jednotlivé roky nasčítá. Výkaz zisků a ztrát se musí upravit o roční odpisy plynoucí z leasingového majetku, finanční nákladové úroky, které jsou ekonomickým vyjádřením úroků z úvěrů. V neposlední řadě je nutná úprava položky Služby, kterou snižujeme o roční splátky leasingové společnosti.

4.2 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Aby mohl být podnik relevantně oceněn a nedošlo ke zkreslení konečného ocenění podniku je nutné rozdělit aktiva na provozně potřebná a nepotřebná. S tímto krokem je také spojeno vyloučení výnosů a nákladů, které souvisí s provozně nepotřebnými aktivy, z provozního výsledku hospodaření. Těmito úpravami získáme korigovaný provozní výsledek hospodaření, neboli výsledek hospodaření z provozně nutného kapitálu, se kterým budeme dále pracovat v následující kapitole při prognózování generátorů hodnoty.

Podnik může vlastnit majetek, který nesouvisí s provozem, nebo z něj plynou malé nebo vůbec žádné příjmy. Takový majetek by mohl podhodnocovat či nadhodnocovat konečnou hodnotu podniku.

Tabulka č. 39: Provozně nutný investovaný kapitál v tis. Kč (Vlastní zpracování dle 35)

	2013	2014	2015	2016	2017
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	295	156
Dlouhodobý hmotný majetek	12 039	19 439	24 765	23 466	18 965
Dlouhodobý hmotný majetek – leasing	5 551	15 473	21 189	19 085	16 981
Dlouhodobý majetek provozně nutný	17 590	34 912	45 954	42 846	36 102
Zásoby	0	0	0	0	0
Pohledávky	37 180	42 537	40 024	38 486	41 879
Ostatní aktiva (časové rozlišení aktivní)	3 296	3 078	3 125	3 584	3 815
Krátkodobé závazky	9 966	7 683	8 151	8 107	8 241
Ostatní pasiva (časové rozlišení pasivní)	40 271	39 976	42 201	41 053	44 260
Peníze (pokladna + banka) v rozvaze	21 785	12 548	25 359	19 873	21 506
Likvidita okamžitá	2,19	1,63	3,11	2,45	2,61
Provozně nutná likvidita	0,238	0,238	0,238	0,238	0,238
Provozně nutné peníze	2 372	1 829	1 940	1 929	1 961
Pracovní kapitál provozně nutný	-7 389	-215	-5 263	-5 161	-4 846
Investovaný kapitál provozně nutný	10 201	34 697	40 691	37 685	31 256

Veškerý dlouhodobý majetek v podniku XY je využíván k hlavní provozní činnosti, z tohoto důvodu byl považován za provozně potřebný. Jedná se především o autobusy, mobilhomy, karavany a jejich vybavení.

Jelikož se jedná o podnik poskytující služby, nevlastní žádné zásoby a provozně nutný pracovní kapitál se tak skládá z pohledávek, provozně nutných peněz, časového rozlišení aktivního a od těchto položek jsou odečteny krátkodobé neúročené závazky a časové rozlišení pasivní. Při výpočtu provozně nutných peněz je poměřována likvidita podniku s provozně nutnou úrovní likvidity, která je stanovena pomocí geometrického průměru likvidity oboru na 0,238. Kvůli vysoké úrovni likvidity podniku, došlo ke korekci její úrovně a tím se změnila výše provozně nutných peněz. Podniku tak vychází záporná výše provozně nutného pracovního kapitálu, jednak z důvodu stanovení provozně nutné likvidity na úroveň až desetkrát nižší, než podnik ve skutečnosti dosahuje, ale hlavním

důvodem je, že podnik disponuje vysokými položkami časového rozlišení pasivního. Jelikož se jedná o cestovní kancelář, je tento fakt způsobený účtování záloh, které si klienti zaplatí na dovolenou uskutečněnou v dalším roce, tedy jsou zde účtovány výnosy příštích období.

Následující tabulka zobrazuje úpravu provozního výsledku hospodaření.

Tabulka č. 40: Korigovaný provozní výsledek hospodaření v tis. Kč (Vlastní zpracování dle 35)

	2013	2014	2015	2016	2017
Provozní výsledek hospodaření	14 221	14290	17 361	10 280	10 870
Úprava o služby leasingu	-1 391	-3 129	-4 665	-5 485	-5 485
Úprava o odpisy leasing. majetku	505	1 453	2 104	2 104	2 104
Vyloučení VH z prodeje majetku	2	0	864	17	300
Vyloučení VH z prodeje materiálu	0	0	0	0	15
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	15 105	15 966	19 058	13 644	13 936

V případě podniku XY došlo k úpravě o tržby a zůstatkovou cenu prodaného dlouhodobého majetku podniku. Druhou korekcí, kterou bylo potřeba udělat, která nesouvisí s provozem, bylo vyloučení zisku z prodeje materiálu, který byl realizován v roce 2017. Posledními úpravami jsou položky služeb o hodnoty splátek leasingové společnosti a položka odpisů. Hodnoty korigovaného provozního výsledku hospodaření budou dále vstupovat do výpočtů v následující kapitole.

4.3 Generátory hodnoty

Následující kapitola diplomové práce se věnuje analýzou a prognózou generátorů hodnot.

Mezi tyto generátory hodnoty patří:

- tržby
- zisková marže
- investice do provozně nutného pracovního kapitálu
- investice do provozně nutného majetku
- diskontní míra

Prognóza vývoje hodnot generátorů bude stanovena na období čtyř let od data ocenění podniku. V následující kapitole budou generátory využity pro provedení předběžného ocenění podniku.

4.3.1 Prognóza tržeb

Na základě zjištěných informací o atraktivitě relevantního trhu a konkurenční síly podniku je možné analyzovaný podnik označit za perspektivní s výhledem do budoucnosti. Je tak splněn jeden z aspektů pro označení podniku jako going concern.

Základním pilířem celého oceňování jsou tržby a jejich prognóza, jelikož jejich hodnota ovlivňuje ostatní generátory hodnoty a ve velkém měřítku hlavně finanční plán. Tržby jsou základem finančního plánu a proto jejich prognóza má významný vliv na přesnost a kvalitu celého ocenění. Z tohoto důvodu je velice důležité věnovat velkou pozornost právě prognózování budoucích tržeb.

Prognóza produkce relevantního trhu

Nejdříve je nutné zanalyzovat a prognózovat produkci relevantního trhu až poté bude na základě jejich prognózy stanovena prognóza tržeb podniku. Prognóza produkce relevantního trhu bude provedena metodou regresní analýzy. Regresní analýza bude provedena v závislosti na makroekonomických datech a poté bude zvolen nejvhodnější makroekonomický ukazatel s nejvyšší korelací. Mezi zkoumanými faktory byl sledován vývoj HDP v b.c., průměrná míra inflace, zaměstnanost, dlouhodobé úrokové míry, míra nezaměstnanosti a kurz CZK/EUR. Vývoj a predikované hodnoty zmíněných veličin byly převzaty ze stránek Ministerstva financí ČR.

Tabulka č. 41: Pearsonův korelační koeficient (Vlastní zpracování dle 24, 37)

Pearsonův korelační koeficient	
HDP b.c.	0,922148
míra růstu HDP	0,405287
průměrná míra inflace	-0,223028
zaměstnanost	0,618368
dlouhodobé úrokové sazby	-0,856404
míra nezaměstnanosti	-0,785843
kurz CZK/EUR	0,387093

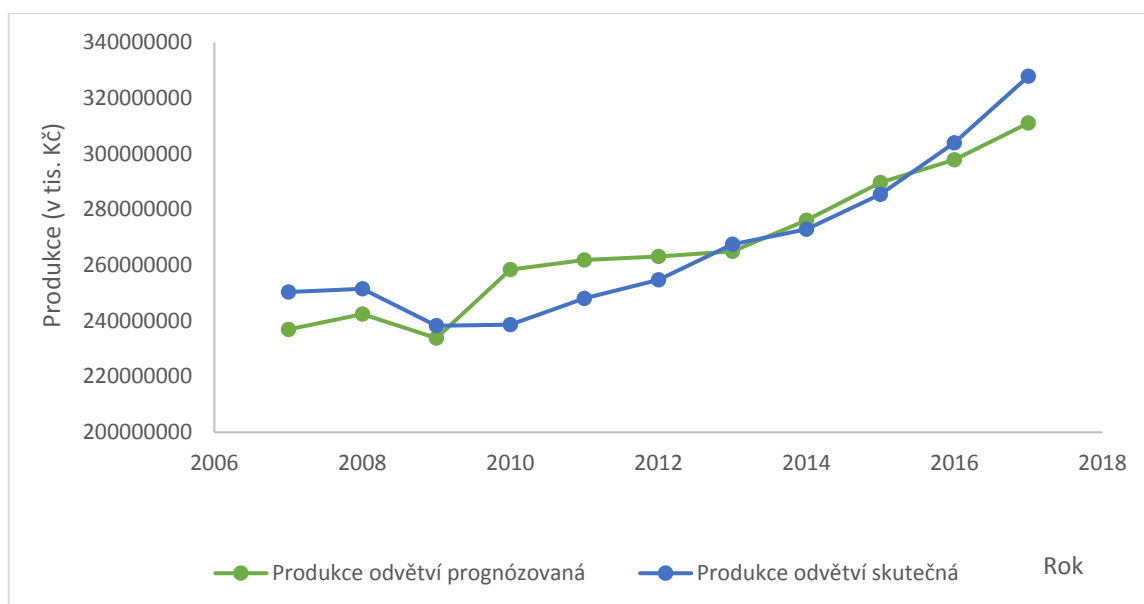
V tabulce výše jsou uvedeny hodnoty korelace makroekonomických veličin a produkce trhu cestovního ruchu za období 2007 – 2017. Tento koeficient nabývá hodnot -1 až 1, kdy čísla blíží se 1 znamenají vyšší vzájemný vztah veličin a naopak. Na základě uvedených hodnot byl vybrán korelačním koeficientem ukazatel s nejvyšší závislosti na produkci daného trhu, a to HDP v běžných cenách.

Následně byly hodnoty produkce cestovního ruchu a ovlivňujícího faktoru dosazeny do lineární, exponenciální, logaritmické a kvadratické funkce a na základě indexu determinace, který nejlépe vykresloval minulý stav, a nejmenšího rozdílu ve vývoji prognózované a skutečné produkce byl vybrán jako nejvhodnější trend pro prognózu produkce odvětví a následnou prognózu tržeb podniku kvadratický trend. Index determinace činil 82,11 %.

Výsledkem rovnice $y = 480\,980,812117 * x^{0,759048}$, kde x představuje HDP v běžných cenách a y produkce odvětví cestovního ruchu, jsou hodnoty zobrazeny v následující tabulce.

Tabulka č. 42: Skutečný a kvadratické tempo růstu produkce v % (Vlastní zpracování dle 24, 37)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Skutečné tempo růstu	100,5	94,7	100,2	103,9	102,7	105,0	102,0	104,6	106,5	107,9
Kvadratické tempo růstu	102,3	96,4	110,5	101,3	100,5	100,7	104,2	104,9	102,8	104,4
Rozdíl	1,88	1,71	10,38	-2,63	-2,22	-4,29	2,18	0,33	-3,64	-3,45
Průměrný rozdíl	0,0249									



Graf č. 4: Komparace skutečné a prognózané produkce (Vlastní zpracování dle 24, 37)

Tabulka s grafem výše a následující tabulka testují vhodnost zvoleného trendu. První zmíněná tabulka s grafem analyzuje zvolený trend na základě komparace skutečného meziročního tempa růst produkce odvětví a produkce dopočítané na základě zvolené kvadratické funkce. Jelikož průměrný rozdíl činí pouze 0,0249 %, byl tento trend vyhodnocen jako vhodný pro prognózu tržeb podniku. Druhá zmíněná tabulka analyzuje zvolený trend na základě komparace průměrného tempa růstu prognózané produkce odvětví s průměrným tempem růstu produkce odvětví za minulost.

Tabulka č. 43: Prognóza produkce odvětví CR (Vlastní zpracování dle 24, 37)

	2018	2019	2020	2021
Prognózaný kvadratický trend (v tis. Kč)	323 425 658,98	336 146 174,43	346 728 767,51	357 644 523,02
Meziroční tempo růstu	98,66 %	103,93 %	103,15 %	103,15 %
Průměrný prognózaný růst produkce	102,22 %			
Průměrný skutečný růst produkce	102,79 %			

Kvadratický trend uvažuje o růstu produkce do budoucna. Z předchozí tabulky vyplývá, že průměrné tempo růstu prognózané produkce odvětví pomocí kvadratického trendu

pro rok 2017 až 2020 činí 102,22 %. Průměrné tempo růstu produkce za minulost bylo 102,79 %, proto v rámci provedených testů lze konstatovat vhodnost využití kvadratického trendu pro prognózu tržeb podniku XY.

Prognóza tržeb podniku XY

Tržby podniku se vyvíjí v závislosti na tempu růstu produkce odpovídajícího trhu a velikosti podílu podniku XY na produkci daného trhu. Vzhledem k tomu, že oceňovaný podnik XY poskytuje služby v oblasti cestovního ruchu, budou prognózovány tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb. Tržby z prodeje zboží budou plánovány prostřednictvím podílu na tržbách.

Následující tabulka zobrazuje vývoj produkce trhu, tržního podílu podniku a tržeb podniku roku 2007 až 2017.

Tabulka č. 44: Produkce trhu, tržní podíl a tržby podniku (Vlastní zpracování dle 35, 24, 37)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Produkce trhu (v mil. Kč)	250 407	251 543	238 257	238 634	248 022	254 748
Index růstu trhu	-----	1,0045	0,9472	1,0016	1,0393	1,0271
Tržní podíl podniku (v %)	0,07	0,07	0,09	0,10	0,09	0,10
Index růstu tržního podílu	-----	1,0981	1,1485	1,1080	0,9895	1,0574
Tržby podniku (v mil. Kč)	170,453	188,026	204,55	227,002	233,457	253,559
Tempo růstu tržeb	-----	1,1031	1,0879	1,1097	1,0284	1,0861
	2013	2014	2015	2016	2017	
Produkce trhu (v mil. Kč)	267 496	272 915	285 451	303 918	327 818	
Index růstu trhu	1,0500	1,0202	1,0459	1,0647	1,0786	
Tržní podíl podniku (v %)	0,10	0,10	0,10	0,09	0,09	
Index růstu tržního podílu	1,0078	1,0218	0,9835	0,9191	0,9626	
Tržby podniku (v mil. Kč)	268,312	279,702	287,711	281,532	292,532	
Tempo růstu tržeb	1,0582	1,0425	1,0286	0,9785	1,0383	
Průměrné tempo růstu tržeb podniku (v %)	105,61					

Tržby trhu byly prognózovány pomocí kvadratického trendu regresní analýzy. Tyto tržby jsou dány součinem tržeb podniku minulého roku a indexem růstu tržeb podniku daného roku, který se vypočítá jako součin indexu růstu tržního podílu a indexu růstu trhu. Tržby

jsou prognózovány na čtyři roky od data ocenění podniku, tedy na rok 2018 až 2021 a jejich prognóza je zobrazena v následující tabulce.

Tabulka č. 45: Prognóza tržeb podniku (Vlastní zpracování dle 35, 24, 37)

	2018	2019	2020	2021
Produkce trhu (v tis. Kč)	323 425 658,98	336 146 174,43	346 728 767,51	357 644 523,02
Index růstu trhu	0,9866	1,0393	1,0315	1,0315
Tržní podíl podniku (v %)	0,09	0,09	0,10	0,10
Index růstu tržního podílu	1,0164	1,0164	1,0164	1,0164
Tržby podniku (v tis. Kč)	293 134,71	309 663,11	324 653,21	340 368,94
Tempo růstu tržeb	1,0028	1,0564	1,0484	1,0484
Průměrné tempo růstu tržeb podniku (v %)	103,9			

Vzhledem k predikovanému růstu HDP v běžných cenách se očekává růst jak produkce odvětví, tak také tržeb podniku. I když je v roce 2017 predikován mírný propad produkce odvětví, nejedná se o žádný problém, jelikož následující roky trh roste. Tržní podíl podniku XY předpokládáme stále v rozmezí 0,09 – 0,10 %. V minulých letech činilo průměrné tempo růstu tržeb podniku 105,61 %, průměrné očekávané tempo růstu činí 103,9 %, tedy očekáváme mírné zpomalení růstu tržeb podniku.

4.3.2 Prognóza ziskové marže

Druhým generátorem, který je potřeba prognózovat, je zisková marže, která vychází z podílu KPVH před odpisy a zdaněním k tržbám podniku. Je možné ji stanovit ve dvou rovinách. Oba způsoby výpočtu ziskové marže by měly vést ke stejnému výsledku.

Prognóza ziskové marže shora

Jako první bude zisková marže stanovena způsobem shora, při tomto výpočtu se vychází z hodnot minulých, na jejichž základě se odvodí zisková marže do budoucích let.

Tabulka č. 46: Zisková marže shora (Vlastní zpracování dle 35)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
KPVH před odpisy (v tis. Kč)	24 411	26 725	33 137	29 381	29 027	28 594	30 207	31 669	33 202
Průměrné tempo růstu	4,4 %					3,42 %			
Zisková marže (v %)	9,10	9,55	11,52	10,44	9,93	9,75	9,75	9,75	9,75

Vývoj ziskové marže v minulosti byl kolísavý. Její pokles v roce 2016 a 2017 byl způsobený nárůstem jiných provozních nákladů, jelikož v tomto roce došlo ke změně metodiky účtování pojištění, zvýšily se tedy provozní náklady a snížili finanční náklady, to mělo tedy vliv na KPVH a tím i ziskovou marži. Pro budoucnost je naplánována zisková marže ve výši 9,75 %, která byla stanovena jako průměr naměřených hodnot ziskové marže za minulost s ohledem na konkurenční postavení podniku. Dle výsledků ze strategické analýzy se dá usuzovat, že podnik má do budoucna dobrou perspektivu, díky které výši této marže je schopen dosáhnout a udržet. I když se podnik nachází v konkurenčním prostředí s nízkým podílem na trhu, jeho pozitivní stránkou je silnější postavení vůči zahraničním dodavatelům a také rozrůstání svých dispozic v zahraničí a vytlačování tak malých konkurentů z trhu díky stejným či dokonce nižším cenám služeb.

Prognóza ziskové marže zdola

Druhým způsobem je stanovení ziskové marže metodou zdola. Tento způsob je založený na výpočtu jednotlivých položek tvořících KPVH a následném podílu těchto položek na tržbách podniku. Vychází se z predikce jednotlivých výnosových a nákladových položek ve vztahu k tržbám. Tento způsob stanovení provozní ziskové marže je složitější na výpočet, ale vychází z ní podklady pro tvorbu finančního plánu.

Tabulka č. 47: Prognóza ziskové marže zdola – podíly z tržeb (Vlastní zpracování dle 35)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Tržby za prodej zboží	0,02	0,06	0,11	0,12	0,15	0,09	0,09	0,09	0,09
Náklady vynaložené na prodané zboží	0,02	0,03	0,09	0,08	0,13	0,07	0,07	0,07	0,07
Spotřeba materiálu a energie	7,60	6,85	7,62	6,42	6,56	6,61	6,61	6,61	6,61
Služby	72,48	73,64	72,01	73,06	72,44	72,73	72,73	72,73	72,73
Služby - LEASING	-0,52	-1,12	-1,62	-1,95	-1,88	-1,40	-0,73	-0,25	0,00
Osobní náklady	9,06	8,74	8,84	9,16	9,75	9,84	9,17	8,70	8,44
Mzdové náklady	6,54	6,49	6,59	6,79	7,30	7,29	6,79	6,44	6,25
Náklady na sociální zabezpečení	2,52	2,24	2,25	2,38	2,45	2,55	2,38	2,25	2,19
Daně a poplatky	2,13	2,22	1,67	1,96	1,47	1,89	1,89	1,89	1,89
Ostatní provozní položky	0,15	0,15	0,00	0,94	1,75	0,60	0,60	0,60	0,60
Zisková marže	8,58	8,44	9,90	8,49	8,05	8,69	8,69	8,69	8,69

Jelikož hlavní provozní činností podniku není prodej zboží, jsou tržby z jeho prodeje a s nimi spojené náklady predikované jako průměr hodnot podílů těchto položek na tržbách v minulých letech. Dalším předpokladem je, že spotřeba materiálu a energií poroste v průměru o více než 2,5 % rychleji než inflace, což se dá považovat za dostatečné. Budoucí predikce této položky je stanovena průměrem minulých let.

Hodnota položky nákladů na služby se za sledované období pohybovala v rozmezí 72,01 % až 73,64 % podílu na tržbách. Její budoucí vývoj se očekává v průměru ve stejných hodnotách, hodnoty nákladů na služby porostou o více než 2,5 % rychleji než inflace.

Položka osobní náklady zahrnuje mzdové náklady a náklady na sociální zabezpečení. Podnik XY v roce 2017 nabral nové zaměstnance, a také zvýšil mzdy svým zaměstnancům. V současné době dochází k výměně stanů za nové mobilhomy, do kterých podnik investuje. To by sebou mělo přinést očekávané snížení počtu letních brigádníků, z důvodu nižší náročnosti na práci okolo těchto ubytovacích kapacit, a tedy postupem času by mělo docházet k mírnému snížení osobních nákladů. Podnik také začal více dbát na zvýšení „produktivity práce zaměstnanců“ a například v případě, kdy nejsou autobusy podniku plně využity pro vlastní provozní činnost, snaží se tyto služby nabízet konkurenci, aby nedocházelo ke zbytečným „prostopům“ a nevyužití autobusů. Podnik

však klade vysoký důraz na kvalitní personál, který by do budoucna mohl znamenat konkurenční výhodu podniku.

Podíl daní a poplatků z tržeb je stanoven aritmetickým průměrem na hodnotu 1,89 %. Ostatní položky zahrnují změnu rezerv, jiné provozní náklady a výnosy. Vzhledem k minoritnímu podílu na tržbách je budoucí predikce ponechána jako průměr hodnot minulých let.

Následující tabulka vyjadřuje prognózu ziskové marže vyjádřenou v tis. Kč a také roční tempo růstu a průměrné tempo růstu nejvýznamnějších položek. Je zde uvedena položka spotřeby materiálu a energie, služby a osobní náklady.

Tabulka č. 48: Prognóza ziskové marže zdola (Vlastní zpracování dle 35)

	2018	2019	2020	2021
Spotřeba materiálu a energie (v tis. Kč)	19 378	20 470	21 461	22 500
Roční tempo růstu (v %)	1,00	5,64	4,84	4,84
Průměrné tempo růstu (v %)	4,10			
Služby (v tis. Kč)	213 186	225 206	236 108	247 537
Roční tempo růstu (v %)	0,68	5,64	4,84	4,84
Průměrné tempo růstu (v %)	4,00			
Osobní náklady (v tis. Kč)	28 846	28 400	28 232	28 740
Roční tempo růstu (v %)	1,22	-1,54	-0,59	1,80
Průměrné tempo růstu (v %)	0,20			
KPVH před odpisy a daní (v tis. Kč)	28 594	30 207	31 669	33 202
Zisková marže (v tis. Kč)	9,75	9,75	9,75	9,75

Odečtením všech prognózovaných nákladů od prognózovaných tržeb, byl získán korigovaný provozní výsledek hospodaření před odpisy a daní. Výše KPVH před odpisy a daní a ziskové marže je při výpočtu metodou shora i zdola shodná.

4.3.3 Prognóza pracovního kapitálu

V pořadí třetím generátorem hodnoty jsou investice do pracovního kapitálu. Pracovní kapitál v pojetí generátorů hodnot má odlišný význam, než jak je chápán z finanční analýzy. Provozně nutný pracovní kapitál je součtem zásob, pohledávek, peněžních

prostředků a ostatních aktiv, od kterých se odečte hodnota neúročených závazků a ostatních pasiv.

Počátečním krokem pro výpočet prognózu provozně nutného pracovního kapitálu je stanovení doby obratu zásob, pohledávek a závazků.

Tabulka č. 49: Doby obratu položek provozně nutného pracovního kapitálu ve dnech (Vlastní zpracování dle 35)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Pohledávky	50,6	55,5	50,8	49,9	52,3	41,8	51,8	51,8	51,8
Krátkodobé neúročené závazky	13,6	10,0	10,3	10,5	10,3	10,9	10,9	10,9	10,9

Hodnoty doby obratu pohledávek a závazků jsou stanoveny jako průměr doby obratu minulých let, jelikož za sledované období nedocházelo k výrazným meziročním rozdílům, očekává se stejný vývoj v budoucnu.

Následně je potřeba stanovit provozně nutnou výši peněžních prostředků, jako součin provozně nutné likvidity a hodnoty krátkodobých závazků. Provozně nutná likvidita byla stanovena jako geometrický průměr oborových hodnot okamžité likvidity na maximální hodnotu 0,238. Výše provozně nutných peněžních prostředků v minulých letech byla již vypočtena v kapitole 4.1. Pro všechny prognózované roky je tak provozně nutná likvidita stanovena také ve výši 0,238.

Tabulka č. 50: Provozně nutné peněžní prostředky (Vlastní zpracování dle 35)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Provozně nutná likvidita	0,238	0,238	0,238	0,238	0,238	0,238	0,238	0,238	0,238
Provozně nutné peníze (v tis. Kč)	2 372	1 829	1 940	1 929	1 961	2 092	2 210	2 317	2 429

Vzhledem k vysoké likviditě podniku byla pro všechny roky stanovena provozně nutná likvidita na úroveň 0,238, provozně nutné peníze se poté počítaly jako součin provozně nutné likvidity a prognózované hodnoty krátkodobých neúročených závazků v jednotlivých letech.

Následující tabulka znázorňuje výpočet pracovního kapitálu podniku.

Tabulka č. 51: Prognóza upraveného pracovního kapitálu (Vlastní zpracování dle 35)

	2018	2019	2020	2021
Pohledávky	41 609	43 955	46 083	48 314
Provozně nutné peníze	2 121	2 241	2 349	2 463
Časové rozlišení aktivní	3 815	3 815	3 815	3 815
Krátkodobé závazky	8 790	9 286	9 735	10 206
Časové rozlišení pasivní	44 260	44 260	44 260	44 260
Upravený pracovní kapitál	-5 534	-3 565	-1 780	92
Koeficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu	10,28 %			

Upravený pracovní kapitál za minulé období byl již spočítán v kapitole 4.2, proto tabulka výše zobrazuje pouze prognózu tohoto ukazatele. Predikované hodnoty pohledávek a krátkodobých závazků byly stanoveny pomocí prognózované doby obratu a prognózovaného vývoje denních tržeb podniku. Hodnoty časového rozlišení byly převzaty z rozvahy a pro budoucí období byly ponechány ve stejné výši jaké dosahovaly položky k datu ocenění. Stejně jako u pracovního kapitálu za minulost, i za prognózované období je hodnota vyjma roku 2021 záporná, je to zejména z důvodu vysoké položky časového rozlišení. Nicméně postupem času dochází ke snižování této záporné hodnoty a v roce 2021 je hodnota kladná. Koeficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu činí 10,28 %, za roky 2013 – 2017 dosahoval podnik hodnot tohoto koeficientu 10,59 %, tedy očekává se přibližně stejný vývoj poměru přírůstku pracovního kapitálu na přírůstku tržeb.

4.3.4 Prognóza investic do dlouhodobého provozně nutného majetku

Posledním generátorem hodnoty jsou investice do dlouhodobého majetku. Plánování investiční činnosti je velice náročné, jelikož jejich vývoj není plynulý, ale zároveň se také jedná o důležitý generátor hodnoty, neboť podnik pro svou existenci potřebuje realizovat investice. Investice jsou důležité pro konkurenceschopnost podniku. Majetek podniku tvoří především autobusy, mobilhomy, karavany a jejich zařízení.

Nejprve budeme vycházet z analýzy minulosti, pro kterou se vypočítá koeficient náročnosti jednotlivých majetkových položek. Pro větší přesnost následující tabulky

stanovují koeficienty investiční náročnosti zvlášť za nehmotný majetek a samostatné movité věci. V jednotlivých letech jsou odpisy proporcionálně rozděleny na jednotlivé odpisované položky. Investice netto vyjadřují rozdíl mezi stavem majetku roku t a stavem majetku roku t-1, zatímco brutto investice jsou součte netto investic a odpisů. Investiční náročnost je poté spočítaná jako podíl součtu investic brutto a součtu tržeb za roky 2014 až 2017.

Tabulka č. 52: Součet tržeb podniku 2014 - 2017 (Vlastní zpracování dle 35)

2014 - 2017	
Součet tržeb v tis. Kč	1 141 264

Tabulka č. 53: Investiční náročnost dlouhodobého nehmotného majetku 2013 - 2017 (Vlastní zpracování dle 35)

	2013	2014	2015	2016	2017
Stav majetku ke konci roku	0	0	0	295	156
Odpisy		0	0	0	104
Investice netto		0	0	295	-139
Investice brutto		0	0	295	-35
Investiční náročnost tržeb	0,0 %				

Jako první byla stanovena investiční náročnost pro dlouhodobý nehmotný majetek. Jelikož podnik si většinu potřebného softwaru pronajímá, jeho investiční náročnost vyšla nulová.

Tabulka č. 54: Investiční náročnost hmotných movitých věcí a jejich souborů 2013 - 2017 (Vlastní zpracování dle 35)

	2013	2014	2015	2016	2017
Stav majetku ke konci roku	17 590	34 912	45 954	42 551	35 946
Odpisy		10 759	14 079	15 737	14 987
Investice netto		17 322	11 042	-3 403	-6 605
Investice brutto		28 081	25 121	12 334	8 382
Investiční náročnost tržeb	6,5 %				

Podnik nemá v majetku jiný dlouhodobý hmotný majetek než hmotné movité věci a jejich soubory. Investiční náročnost těchto položek vyšla 6,5 %. Stav majetku ke konci roku a odpisy jsou již upraveny o položky leasingu.

Poté co jsou stanoveny koeficienty náročnosti jednotlivých položek dlouhodobého majetku, lze stanovit odhad brutto investic pro roky 2018 až 2021. Hodnoty těchto predikovaných budoucích investic se stanoví jako součin koeficientu náročnosti a sumou predikovaných tržeb pro roky 2018 až 2021.

Tabulka č. 55: Odhad investic pro budoucí období dle minulého koeficientu náročnosti (Vlastní zpracování dle 35)

	Minulý koeficient náročnosti	Odhad investic brutto pro plán tržeb v letech 2018 - 2021
Nehmotný majetek	0,00 %	0
Hmotné movité věci a jejich soubory	6,5 %	82 408
Celkem	6,5 %	82 408

Celková investiční náročnost je rovna náročnosti hmotných movitých věcí a jejich předpokládaná celková částka činí 82 408 tis. Kč pro roky 2018 až 2021.

Po zjištění odhadu investic brutto pro plán tržeb v letech 2018 až 2021 již lze naplánovat hodnoty těchto investic a odpisy v jednotlivých letech. Jelikož investice do nehmotného majetku nejsou pro budoucnost plánovány, následující tabulka zobrazuje pouze doodepsání současného nehmotného majetku pro budoucí období.

Tabulka č. 56: Plán DNM, investic a odpisů (Vlastní zpracování dle 35)

	2017	2018	2019	2020	2021
Původní – odpisy	104	104	52	0	0
- ZC k 31.12.	156	52	0	0	0
Nový – investice brutto		0	0	0	0
- pořizovací hodnota k 31.12.		0	0	0	0
- odpisy		0	0	0	0
- investice netto		-104	-52	0	0
Celkem – odpisy	104	104	52	0	0
- ZC	156	52	0	0	0

Hodnota odpisů původního majetku je pro prognózované období stanoveno na stejnou úroveň odpisů roku 2017. Jelikož nejsou plánované žádné investice do nehmotného majetku, investice netto jsou rovny záporným hodnotám odpisů v daném roce. V roce 2019 by mělo dojít k odepsání celého nehmotného majetku.

Následující tabulka zobrazí plán dlouhodobého hmotného majetku, jeho investic a odpisů.

Tabulka č. 57: Plán DHM, investic a odpisů (Vlastní zpracování dle 35)

	2017	2018	2019	2020	2021
Původní – odpisy	14 987	14 987	14 987	5 972	0
- ZC k 31.12.	35 946	20 959	5 972	0	0
Nový – investice brutto		22 000	22 000	21 000	17 408
- pořizovací hodnota k 31.12.		22 000	44 000	65 000	82 408
- odpisy		0	3 667	7 333	10 833
- investice netto		7 013	3 346	7 695	6 575
Celkem – odpisy	14 987	14 987	18 654	13 305	10 833
- ZC	35 946	42 959	46 305	54 000	60 575

Odpisový plán původního majetku je sestaven analogicky stejně jako u nehmotného majetku, tedy výše odpisů prognózovaného období je stanovena na úroveň odpisu v roce ocenění. Odhadovaná investice brutto pro růst tržeb v letech 2018 až 2021 byla rozdělena do jednotlivých let. Odpisy nových plánovaných investic roku t jsou stanoveny jako podíl pořizovací hodnoty k 31.12 roku t-1 a doby odepisování majetku. U hmotných movitých věcí je předpokládána doba odepisování 6 let. Netto investice jsou potom brutto investice očištěné o odpisy daného roku.

Následující tabulka je shrnutím celkových investic do dlouhodobého majetku. Uvádí sumy odpisů, zůstatkových hodnot, celkových netto a brutto investic, které vycházejí z jednotlivých plánů. Do roku 2020 mají odpisy rostoucí trend, od tohoto roku začínají klesat z důvodu, že v roce 2020 došlo k doodepsání původního majetku.

Tabulka č. 58: Plán dlouhodobého majetku, investic, odpisů (Vlastní zpracování dle 35)

	2017	2018	2019	2020	2021	
Odpisy	15 091	15 091	18 706	13 305	10 833	Σ
Zůstatková hodnota k 31.12.	36 102	43 011	46 305	54 000	60 575	
Celkové investice brutto do DM	8 347	22 000	22 000	21 000	17 408	82 408
Celkové investice netto do DM	-6 744	6 909	3 294	7 695	6 575	24 473

Analýza rentability provozně nutného investovaného kapitálu

Pro výpočet výsledného ocenění je nutné znát rentabilitu provozně nutného investovaného kapitálu a také KPVH po odpisech a dani. Z výše stanovených prognózovaných investic a odpisů lze sestavit KPVH po odpisech a dani a vypočítat

ziskovou marži z KPVH po odpisech a po dani nutnou pro stanovení rentability investovaného kapitálu. Rentabilita investovaného kapitálu je výsledkem součinu ziskové marže a obratu provozně nutného investovaného kapitálu, který je poměrem celkových tržeb a provozně nutného investovaného kapitálu.

Následující tabulka stanovuje potřebné parametry pro výpočet rentability investovaného kapitálu, a také samotnou výslednou hodnotu rentability investovaného kapitálu.

Tabulka č. 59: Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu za minulost (Vlastní zpracování dle 35)

	2013	2014	2015	2016	2017
Daňová sazba	0,23	0,20	0,20	0,19	0,20
KPVH po odpisech a po dani (v tis. Kč)	11 657	12 808	15 286	11 117	11 193
Zisková marže z KPVH po odpisech a dani (v %)	4,34	4,58	5,31	3,95	3,83
Investovaný kapitál provozně nutný k 31.12. (v tis. Kč)	10 201	34 697	40 691	37 685	31 256
Obrat investovaného provozně nutného kapitálu	-----	27,42	8,29	6,92	7,76
Rentabilita investovaného kapitálu (v %)	-----	125,56	44,06	27,32	29,70

V minulosti byla vývoj rentability investovaného kapitálu značně kolísavý, jeho hodnoty se pohybovaly v rozmezí 27,32 % až 125,56 %.

Tabulka č. 60: Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu prognóza (Vlastní zpracování dle 35)

	2018	2019	2020	2021
Daňová sazba	0,20	0,20	0,20	0,20
KPVH po odpisech a po dani (v tis. Kč)	10 787	9 187	14 669	17 868
Zisková marže z KPVH po odpisech a dani (v %)	3,68	2,97	4,52	5,25
Investovaný kapitál provozně nutný k 31.12. (v tis. Kč)	37 477	42 740	52 220	60 667
Obrat investovaného provozně nutného kapitálu	9,38	8,26	7,60	6,52
Rentabilita investovaného kapitálu (v %)	34,51	24,51	34,32	34,22

Pro predikovanou rentabilitu investovaného kapitálu je hodnota obratu investovaného kapitálu získána podílem predikovaných tržeb podniku a investovaným kapitálem provozně nutným k počátku daného roku. Vývoj rentability investovaného kapitálu má kolísavý vývoj jako v minulosti, jeho hodnoty jsou závislé na etapě investic podniku. Jelikož se jedná o podnik poskytující služby, jsou tyto hodnoty vyšší než u výrobního podniku.

4.4 Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty

Tato kapitola se bude věnovat prvnímu odhadu hodnoty podniku XY. Toto předběžné ocenění podniku bude stanoveno na základě generátorů hodnoty vypočtených v předchozí kapitole. Touto metodou získáme pouze výchozí odhad ocenění a je nutné s touto hodnotou pracovat dále, z důvodu, že hodnota kalkulované úrokové míry je převzata z průměrných hodnot kalkulovaných úrokových měr podniků spadající pod CZ NACE 79, které zveřejňuje Ministerstvo průmyslu a obchodu na svých webových stránkách. Dalším důvodem, proč se jedná pouze o předběžný odhad je, že tato metoda využívá při výpočtu hodnoty konstantní tempo růstu, při výsledném ocenění výnosovou metodou DCF entity bude tato hodnota upravena a omezena maximální hodnotou tempa růstu.

Tabulka č. 61: Předběžné ocenění - pesimistické, střední a optimistické (Vlastní zpracování dle 35, 36)

	Označení	Hodnota		
		pesimistická	střední	Optimistická
Tempo růstu tržeb	G	3,10 %	3,88 %	4,65 %
Zisková marže po odpisech a po dani	r_{ZPx}	3,3 %	4,1%	4,9%
Náročnost růstu tržeb na:				
- růst pracovního kapitálu	k_{WC}	14,0 %	11,7 %	9,4 %
- růst dlouhodobého majetku	K_{DMn}	43,9 %	36,6 %	29,2 %
- investice netto celkem		57,9 %	48,3 %	38,6 %
Kalkulovaná úroková míra	i_k	20,78 %	17,32 %	13,86 %
Hodnota podniku brutto (tis. Kč)		26 255	52 002	106 631

Výše uvedená tabulka ilustruje výslednou předběžnou hodnotu oceňovaného podniku XY v pesimistické, střední a optimistické variantě. Pesimistická a optimistická varianta počítá s hodnotami 80 % a 120 % středních hodnot. Pesimistická a optimistická tak udává rozmezí v jakém by se mělo pohybovat výsledné ocenění podniku.

Nyní bude provedena citlivostní analýza, jejímž smyslem je zjistit citlivost hodnoty podniku na změny vybraných vstupních parametrů. Citlivostní analýza byla provedena pro vstupní parametr g, tedy tempo růstu podniku a diskontní míru.

Tabulka č. 62: Citlivostní analýza hodnoty podniku na změnu WACC (Vlastní zpracování dle 35, 36)

	Střední hodnota	+ 10 %	+ 20 %	+ 30 %
WACC (%)	17,32	19,05	20,96	23,05
Hodnota podniku brutto (v tis. Kč)	52 002	46 066	40 927	36 454
Změna hodnoty podniku o (%)		-11,41	-21,30	-29,90

Faktor WACC byl postupně zvyšován o 10 %, 20 % a 30 % od původní střední hodnoty. Na základě výsledků z tabulky lze konstatovat, že změna diskontní míry se projevuje nadproporcionálně. Tedy při zvýšení diskontní míry o 10 %, hodnota podniku klesne o více než 10 %.

Tabulka č. 63: Citlivostní analýza hodnoty podniku na změnu g (Vlastní zpracování dle 35)

	-20 %	- 10 %	Střední hodnota	+ 10 %	+ 20 %
g (%)	2,79	3,49	3,88	4,27	5,12
Hodnota podniku brutto (v tis. Kč)	57 763	54 163	52 002	49 712	44 162
Změna hodnoty podniku o (%)	11,08	4,16		-4,40	-15,08

Faktor tempa růstu podniku byla zvyšována, ale také snižována o 10 % a 20 % od původní střední hodnoty. Hodnoty v tabulce také vypovídají o nadproporcionálním změnám hodnoty podniku u faktoru tempa růstu podniku. Oba tyto faktory tedy můžeme označit za rizikové.

4.5 Finanční plán

V následující kapitole bude sestaven finanční plán podniku pro prognózované období roků 2018 až 2021. Jak již bylo zmíněno, finanční plán je nosnou částí ocenění podniku pomocí výnosových metod a skládá se ze tří výkazů. Konkrétně se jedná o plánovaný výkaz zisku a ztráty, plánovaný výkaz peněžních toků a plánovanou rozvahu ve formátu účetních výkazů. Hodnoty položek finančního plánu byly stanoveny především metodou procentního podílu na tržbách za výrobky a služby, a byly již spočítány v předchozí

kapitole generátorů hodnoty. Tyto položky tak tvoří kostru finančního plánu a budou dále doplněny o položky, které doposud naplánovány nebyly.

4.5.1 Plánovaný výkaz zisků a ztrát

Výkaz zisků a ztrát je prvním výkazem, který bude sestaven. Při sestavování finančního plánu se počítá s efektivní sazbou daně 20 %, která byla stanovena v generátorech hodnoty pro všechny prognózované období.

Náklady na cizí kapitál byly stanoveny jako součet nákladů na prognózované leasingy a nákladů na prognózované bankovní úvěry, výše těchto zdrojů cizího kapitálu je dále prognózována ve výkazu rozvahy. Pro výpočet výše nákladů je dále nutné znát úrokovou sazbu, která byla stanovena průměrem všech úrokových sazeb leasingů a bankovních úvěrů, které podnik vlastnil k datu ocenění. Výpočet průměrné výše úrokových sazeb je vyjádřen v následující tabulce.

Tabulka č. 64: Úrokové sazby cizího kapitálu (Vlastní zpracování dle 35)

	Zůstatek k 31.12.2017 v tis. Kč	Úroková sazba	Úrok v tis. Kč
Investiční úvěr	1 261	5,49 %	69
Investiční úvěr	637	5,93 %	38
Investiční úvěr	1 723	8,02 %	138
Investiční úvěr	2 793	8,03 %	224
Investiční úvěr	575	5,22 %	30
Investiční úvěr	575	5,22 %	30
Investiční úvěr	1 737	8,56 %	149
Investiční úvěr	2 065	8,56 %	177
Investiční úvěr	717	8,56 %	61
Investiční úvěr	326	8,57 %	28
Investiční úvěr	1 198	8,56 %	103
Bankovní úvěr	3 403	5,90 %	201
Celkem úvěry	17 009	7,33 %	1 247
Leasing	0	3,84 %	0
Leasing	4 000	1,08 %	54
Leasing	2 993	1,68 %	63
Celkem leasingy	6 992	1,67 %	117

Pro úvěry bylo počítáno pro prognózované období s průměrnou výší úrokové sazby 7,33 % a pro leasingy bylo počítáno s úrokovou sazbou 1,67 %.

Následující tabulka zobrazuje plánovanou výsledovku podniku XY na období 2018 až 2021.

Tabulka č. 65: Plánovaný výkaz zisků a ztrát v tis. Kč (Vlastní zpracování dle 35)

	2018	2019	2020	2021
a) Hlavní činnost – náklady a výnosy spojené s provozním majetkem				
Tržby za výrobky a služby	293 135	309 663	324 653	340 369
Tržby za prodej zboží	269	284	298	312
Náklady vynaložené na prodané zboží	208	219	230	241
Spotřeba materiálu a energie	19 378	20 470	21 461	22 500
Služby	213 186	225 206	236 108	247 537
Služby – LEASING	-4 094	-2 253	-819	0
Osobní náklady	28 846	28 400	28 232	28 740
Odpisy – UCE	12 987	16 602	11 201	8 729
Odpisy – LEASING	2 104	2 104	2 104	2 104
Daně a poplatky	5 535	5 847	6 130	6 426
Ostatní provozní položky (změna rezerv)	1 752	1 850	1 940	2 034
KPVH před daní	13 503	11 501	18 364	22 369
b) Náklady cizí kapitál				
Nákladové úroky	1 365	1 590	1 715	1 760
c) Vedlejší činnost – náklady a výnosy spojené s neprovozním majetkem, mimořádné položky				
Výnosové úroky z účtu u banky	108	97	84	70
VH z ostatních finan. výnosů a nákladů	-5 238	-5 238	-5 238	-5 238
d) Celkový výsledek hospodaření				
Celkový VH před daní	7 008	4 770	11 495	15 440
Daň	1 410	960	2 313	3 160
VH za účetní období po dani	5 598	3 810	9 183	12 333

Většina položek pro výpočet KPVH před daní byly již vypočteny v předchozí kapitole generátorů hodnoty a do výkazu zisků a ztrát byly převzaty. Hodnoty týkající se leasingů, byly převzaty z kapitoly, která se věnovala úpravě výkazů o leasingy. Nákladové úroky byly stanoveny jako součin úrokové sazby úvěrů a leasingů vyjádřené výše a prognózovanými hodnotami cizího kapitálu uvedených v pasivech rozvahy.

Plánovaný VH z neprovozní činnosti podniku zahrnuje výnosové úroky, které jsou stanoveny jako součin výnosové úrokové sazby, která byla odhadnuta na úroveň 0,5 %

p.a., a peněžních prostředků předchozího roku. Další položkou VH z neprovozní činnosti je VH z ostatních finančních výnosů a nákladů, které jsou predikovány neměnné na úrovni roku 2017.

Posledním krokem při plánování výkazu zisků a ztrát je stanovení VH za účetní období po dani. Jeho vývoj má v čase rostoucí trend.

4.5.2 Plánovaný výkaz peněžních toků

Další výkaz, který bude v rámci finančního plánu sestaven, je plánovaný výkaz peněžních toků neboli výkaz cash flow. Tento výkaz má také podobu účetního výkazu peněžních toků (provozní, finanční a investiční činnost) s drobným odchýlením, pro účely ocenění se vymezí odděleně peněžní toky z provozního a neprovozního majetku a také peněžní toky poskytovatelům kapitálu.

V první fázi bude stanoven peněžní tok z provozního majetku, který se skládá z provozní a investiční činnosti.

Tabulka č. 66: Plánovaný výkaz peněžních toků z provozního majetku v tis. Kč (Vlastní zpracování dle 35)

	2018	2019	2020	2021
KPVH před dani	13 503	11 501	18 364	22 369
Daň připadající na KPVH	2 717	2 314	3 695	4 500
KPVH po dani	10 787	9 187	14 669	18 868
Úpravy o nepeněžní operace	15 091	18 706	13 305	10 833
Odpisy – UCE	12 987	16 602	11 201	8 729
Odpisy – LEASING	2 104	2 104	2 104	2 104
Změna zůstatků rezerv	0	0	0	0
Úpravy oběžných aktiv (provozně nutných)	819	-1 8151	-1 678	-1 760
Změna stavu pohledávek	270	-2 346	-2 128	-2 231
Změna stavu krátkodobých závazků	549	496	449	471
Peněžní tok z provozní činnosti	26 696	26 042	26 296	26 942
Nabytí dlouhodobého majetku (provozně nutného)	-22 000	-22 000	-21 000	-17 408
Peněžní tok z investiční činnosti celkem	-22 000	-22 000	-21 000	-17 408
Peněžní tok z provozního majetku celkem	4 696	4 042	5 296	9 534

Pro stanovení peněžního toku z provozního majetku se vychází z KPVH po dani, který se upraví o nepeněžní operace a také o změny oběžných aktiv, které jsou dopočítány z plánované rozvahy. V druhé fázi se odečtou hodnoty brutto investic do dlouhodobého majetku, které jsou převzaty z prognózy investic do DM. Tyto investice se vykazují s mínusem, jelikož se jedná o odliv peněžních prostředků. Výsledkem těchto úprav je peněžní tok z provozního majetku, který je v čase rostoucí.

Následující tabulka znovu zobrazuje plánované nákladové úroky, které již byly vypočteny při plánování výkazu zisku a ztrát a které znamenají odliv peněžních prostředků, proto jsou také ve výkazu CF a mají znaménko mínus.

Tabulka č. 67: Plánovaná platba nákladových úroků v tis. Kč (Vlastní zpracování dle 35)

	2018	2019	2020	2021
Platba nákladových úroků	-1 365	-1 590	-1 715	-1 760

Dalším krokem pro sestavení plánovaného výkazu CF, je sestavení peněžních toků z neprovozního majetku, který je v následující tabulce.

Tabulka č. 68: Plánovaný výkaz peněžních toků z neprovozního majetku v tis. Kč (Vlastní zpracování dle 35)

	2018	2019	2020	2021
Příjmy z neprovozního majetku a mimořádné příjmy	-3 824	-3 787	-3 772	-3 774
Výnosové úroky z účtu u banky	108	97	84	70
Diference v platbě daně oproti dani z KPVH	1 307	1 354	1 382	1 394
VH z ostatních finančních činností	-5 238	-5 238	-5 238	-5 238
Peněžní tok z neprovozního majetku celkem	-3 824	-3 787	-3 772	-3 774

Peněžní tok z neprovozního majetku je součet příjmů z neprovozního majetku, nabytím neprovozního majetku a prodejem neprovozního majetku. Jelikož u podniku XY neprognózujeme do budoucna žádné operace s prodejem či nabytím neprovozního majetku, byly tyto položky vynechány. Výnosové úroky byly převzaty z plánované výsledovky, stejně jako VH z ostatních finančních činností. Diference v platbě daně pak činí rozdíl mezi daní z VH spočítanou v plánované výsledovce a daní připadající na KPVH.

Před samotným stanovením celkového peněžního toku podniku je nutné ještě vymezit peněžní tok z finanční činnosti.

Tabulka č. 69: Plánovaný výkaz peněžních toků z finanční činnosti v tis. Kč (Vlastní zpracování dle 35)

	2018	2019	2020	2021
Dopady změn dlouhodobých závazků a bankovních úvěrů	0	0	0	0
Změna dlouhodobých bankovních úvěrů	3 977	2 207	809	0
Změna leasingů	-3 977	-2 207	-809	0
Dopady změn VK	-1 679	-1 143	-2 755	-3 700
Změna ZK	0	0	0	0
Osobní spotřeba podnikatele 30 % ze zisku	-1 679	-1 143	-2 755	-3 700
Peněžní tok z finanční činnosti celkem	-1 679	-1 143	-2 755	-3 700

Změny dlouhodobých závazků a bankovních úvěrů jsou dopočítány z plánované rozvahy. Pro prognózované roky se předpokládá stejná výše celkových bankovních úvěrů a dlouhodobých závazků, pouze dochází ke změně její struktury v čase. Dále se nepředpokládá, že by došlo ke změně ZK. Na základě propočtů minulých let bylo zjištěno a tedy také naprognózováno, že osobní spotřeba podnikatele je ve výši 30 % ze zisku.

Nyní máme k dispozici veškeré podklady pro sestavení celkového peněžního toku podniku, který se vypočítá jako součet peněžního toku z provozního majetku, z plateb nákladových úroků, z neprovozního majetku a z finanční činnosti.

Tabulka č. 70: Plánovaný výkaz peněžních toků v tis. Kč (Vlastní zpracování dle 35)

	2018	2019	2020	2021
Peněžní tok celkem	-2 171	-2 477	-2 945	299
Stav peněžních prostředků na konci období	19 335	16 858	13 912	14 211

Stav peněžních prostředků na konci období je součet peněžních prostředků na začátku období (na konci předchozího roku) a celkového peněžního toku. Celkový peněžní tok je v prvních třech letech záporný až ve čtvrtém dochází k přesunu do kladných čísel. Na základě těchto výsledků lze konstatovat, že plánovaný způsob financování je postačující k uskutečnění jednotlivých plánů.

4.5.3 Plánovaná rozvaha

V poslední fázi dochází k plánování rozvahy, která se skládá ze dvou částí, a to plánovaná aktiva a plánovaná pasiva. Bilanční sumy obou částí se musí za každý rok rovnat.

Plánovaná aktiva

Stejně jako u plánované výsledovky tak i zde jsou některé položky převzaty z výpočtů generátorů hodnoty.

Tabulka č. 71: Plánovaná aktiva v tis. Kč (Vlastní zpracování dle 35)

	2018	2019	2020	2021
AKTIVA CELKEM	107 770	110 933	117 810	126 915
Dlouhodobý majetek	43 011	46 305	54 00	60 575
Dlouhodobý nehmotný majetek	52	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	42 959	46 305	54 000	60 575
- Hmotné movité věci – UCE	28 083	33 533	43 332	52 011
- Hmotné movité věci – LEASING	14 876	12 772	10 668	8 564
Oběžná aktiva	60 944	60 813	59 995	62 525
Krátkodobé pohledávky	41 609	43 955	46 083	48 314
- Pohledávky z obchodních vztahů	41 609	43 955	46 083	48 314
Peněžní prostředky	19 355	16 858	13 912	14 211
- Provozně potřebné	2 092	2 210	2 317	2 429
- Provozně nepotřebné	17 243	14 648	11 595	11 782
Časové rozlišení	3 815	3 815	3 815	3 815

Hodnoty dlouhodobého majetku byly převzaty z plánu investic do toho majetku. Krátkodobé pohledávky a provozně potřebné peníze vychází z generátorů hodnoty. Suma peněžních prostředků provozně potřebných i nepotřebných je převzat z plánovaného výkazu peněžních toků. Následně je hodnota provozně nepotřebných peněz dopočítaná jako rozdíl celkových peněžních prostředků a provozně potřebných peněz. Časové rozlišení bylo ponecháno v konstantní výši na úrovni hodnoty, které podnik dosahoval k datu ocenění.

Plán pasiv

Druhou částí plánované rozvahy je plán pasiv podniku.

Tabulka č. 72: Plánovaná pasiva v tis. Kč (Vlastní zpracování dle 35)

	2018	2019	2020	2021
PASIVA CELKEM	107 770	110 933	117 810	126 915
Vlastní kapitál	30 718	33 386	39 813	48 447
Základní kapitál	13 042	13 042	13 042	13 042
VH minulých let	12 078	16 533	17 589	23 071
VH běžného úč. období	5 598	3 810	9 183	12 333
Cizí zdroje	32 792	33 288	33 737	34 208
Dlouhodobé závazky	24 002	24 002	24 002	24 002
- Bankovní úvěry dlouhodobé – úročený CK	20 986	23 193	24 002	24 002
- Leasing	3 016	809	0	0
Krátkodobé závazky	8 790	9 286	9 735	10 206
- Závazky neúročené	8 790	9 286	9 735	10 206
Časové rozlišení	44 260	44 260	44 260	44 260

VH běžného účetního období je převzat z plánovaného výkazu zisků a ztrát. VH minulých let se navyšuje o hodnotu VH předchozího účetního období, který je snížen o osobní spotřebu podnikatele ve výši 30 % VH. Hodnoty dlouhodobých závazků jsou plánovány ve stejné výši, jen se změnou jeho struktury v průběhu let. Jelikož v roce 2019 by mělo dojít ke splacení leasingů, tak následně je hodnota dlouhodobých závazků rovna hodnotě bankovních úvěrů. Krátkodobé závazky neúročené byly převzaty z generátorů hodnoty. Časové rozlišení pasivní je také predikováno na konstantní úrovni z roku 2017.

4.5.4 Finanční analýza plánu

Následující část práce se bude věnovat finanční analýze plánu. Jedná se o určitou kontrolu, zda jsou plánované hodnoty pro podnik reálné a nedošlo při plánování k výpočtu extrémních hodnot. Stejně jako u finanční analýzy minulosti, bude i zde provedena analýza rentability, aktivity, zadluženosti a likvidity.

Tabulka č. 73: Ukazatele rentability plánu (Vlastní zpracování dle 35)

	2018	2019	2020	2021
ROA	12,5 %	10,4 %	15,6 %	17,6 %
ROE	18,2 %	11,4 %	23,1 %	25,5 %
ROS	4,6 %	3,7 %	5,7 %	6,6 %
ROCE	34,5 %	24,5 %	34,3 %	34,2 %

Při srovnání ukazatelů rentability za minulost a za plán je jejich vývoj podobný. Podnik dosahuje dobrých hodnot a jejich vývoj má rostoucí trend.

Tabulka č. 74: Ukazatele zadluženosti plánu (Vlastní zpracování dle 35)

	2018	2019	2020	2021
Koeficient samofinancování	28,5 %	30,1 %	33,8 %	38,2 %
Celková zadluženost	30,4 %	30,0 %	28,6 %	27,0 %
Úrokové krytí	9,9	7,2	10,7	12,7

Ukazatele zadluženosti mají oproti hodnotám za minulost příznivější vývoj. Dle plánu roste koeficient samofinancování a klesá celková zadluženost stejným tempem. I když došlo také ke snížení hodnot úrokového krytí, tak i přesto je podnik schopen z vytvořeného VH krýt nákladové úroky.

Tabulka č. 75: Ukazatele likvidity plánu (Vlastní zpracování dle 35)

	2018	2019	2020	2021
Běžná likvidita	6,93	6,55	6,16	6,13
Pohotová likvidita	6,93	6,55	6,16	6,13
Okamžitá likvidita	2,20	1,82	1,43	1,39

Podnik za minulost neměl problém s žádným stupněm likvidity, v minulosti dosahoval násobně vyšších hodnot než činil oborový průměr ale také doporučené hodnoty. Stejný vývoj se předpokládá také do budoucna, opět se hodnoty pohybují nad doporučeným intervalem.

Tabulky č. 76: Ukazatele aktivity plánu ve dnech (Vlastní zpracování dle 35)

	2018	2019	2020	2021
Doba obratu pohledávek	51,8	51,8	51,8	51,8
Doba obratu závazků	10,9	10,9	10,9	10,9

Předpokládá se, že podnik bude do budoucna dosahovat také obdobných hodnot doby obratu pohledávek a závazků.

Finanční analýza finančního plánu z velké části koresponduje s finanční analýzou za minulost. Lze tedy konstatovat, že sestavené plánované výkazy jsou reálné a možné, nedošlo k výrazným změnám u jednotlivých ukazatelů.

Na základě provedené finanční analýzy finančního plánu podniku lze konstatovat, že vývoj podniku je dobrý a nebyly zjištěny žádné závažné nedostatky, které by bránily a ohrožovaly jeho další působení.

4.6 Náklady kapitálu

Pro účely ocenění podniku výnosovou metodou DCF entity je nutné znát diskontní míru na úrovni průměrných vážených nákladů na kapitál – WACC.

Průměrné vážené náklady kapitálu se skládají z nákladů na vlastní a cizí kapitál. Pro výpočet WACC je nutné stanovit váhy obou složek, náklady na vlastní a cizí kapitál a následně určit výslednou hodnotu průměrných nákladů kapitálu.

4.6.1 Náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál již byly určeny v předchozí kapitole 4.5 v rámci sestavování plánovaného výkazu zisků a ztrát. Jelikož podnik k datu ocenění využívá několik bankovních úvěrů a leasingy, výše nákladů na cizí kapitál je stanovena jako průměr těchto nákladů na cizí kapitál po daňovém štítu. Pro úpravu o daňový štít byla použita efektivní sazba daně 20 %, která byla vypočítaná v generátorech hodnoty.

Tabulka č. 77: Náklady na cizí kapitál (Vlastní zpracování dle 35)

	Průměrné náklady	Průměrné náklady po daňovém štítu
Bankovní úvěry	7,33 %	5,86 %
Leasingy	1,67 %	1,34 %
Celkem cizí kapitál	5,69 %	4,54%

Průměrné náklady cizího kapitálu jsou stanoveny ve výši 5,69 %, po úpravě o daňový štít vychází náklady cizího kapitálu na úrovni 4,54 %.

4.6.2 Náklady na vlastní kapitál

Pro stanovení nákladů na vlastní kapitál je zvolen model CAPM. Vzhledem k tomu, že základní model CAPM nelze použít pro neamerické podniky, bude pro naše účely použita jeho modifikace, kterou navrhl prof. Damodaran. Konkrétně se jedná o modifikaci modelu CAPM pro neamerické podniky, která vychází z bezrizikové výnosnosti realizované na americkém kapitálovém trhu, ke které se přičte riziko spojené dané země, v našem případě s ČR. Následující tabulka uvádí výpočet nákladů na vlastní kapitál prostřednictvím tohoto modelu.

Tabulka č. 78: Náklady vlastního kapitálu - model CAPM pro neamerické podniky (Vlastní zpracování dle 1, 20, 35, 38, 39, 40, 41)

r_f (aktuální výnosnost 10-ti letých vládních dluhopisů USA)	2,48 %
Celková beta nezadlužená pro obor „recreation“ (Evropa)	3,23
Riziková premie kap. Trhu USA (geom. Průměr 1928 – 2017)	4,66 %
Rating České republiky	A1
Riziko selhání země (premie USA dluhopisů A1 oproti AAA)	0,79 %
Odhad poměru rizikové premie u akcii oproti dluhopisům	2,8
Riziková premie země	2,21 %
Riziková premie země opravená o rozdíl v inflaci	2,61 %
Poměr cizího a vlastního kapitálu podniku XY	40 %
Daňová sazba	20 %
Beta zadlužené	4,251
Náklady vlastního kapitálu	24,9 %

Bezriziková úroková míra byla stanovena hodnotou výnosnosti 10-ti letých vládních dluhopisů USA ke dni ocenění na úrovni 2,48 % (39).

Pro účely práce byla použita celková nezadlužená beta oboru „recreation“, která lépe odráží míru rizika pro nediverzifikovaného investora než tradiční beta trhu. Počítání s rizikem nediverzifikovaného investora bylo z důvodu, že vlastník podniků je jediným vlastníkem a své investice nediverzifikuje do různých investic, ale pouze do podniku XY. Tento koeficient byl stanoven na úroveň 3,23 z materiálů profesora Damodarana ke dni ocenění podniku. Rovněž riziková premie kapitálového trhu USA je převzata od profesora Damodarana a pohybuje se ve výši 4,66 % (40).

Riziková premie trhu je součinem rizika selhání země a odhadu poměru rizikové premie u akcií oproti dluhopisům. Rating České republiky je v současné době na stupni A1. Tato informace je důležitá pro stanovení rizika selhání země, které představuje rozdíl mezi výnosnosti dluhopisů s ratingem A1 a výnosnosti dluhopisů s ratingem AAA, který má USA. Odhad poměru rizikové premie u akcií oproti dluhopisům byl stanoven na základě informací pana profesora Maříka na úrovni 2,8. Následnými úpravami o rozdíl v inflaci USA a ČR, jsme získali rizikovou premii trhu (po úpravě o inflaci) na úrovni 2,61 % (1, 20, 38, 40, 41).

Pro výpočet beta zadlužené byl použit poměr cizích zdrojů a vlastního kapitálu v tržním ocenění, jelikož je tento poměr výsledkem celého ocenění, byla jeho hodnota určena iteračním způsobem. Výsledná hodnota nákladů vlastního kapitálu činí 24,9 %.

Průměrná hodnota nákladů vlastního kapitálu podniků spadajících do CZ NACE 79, tedy činnost CA a CK, za rok 2017 je 25,29 %, lze tedy konstatovat, že námi analyzovaný podnik svými náklady na vlastní kapitál se přibližuje hodnotám oborového průměru (36).

4.6.3 Průměrné vážené náklady kapitálu WACC

Před provedením samotného ocenění, je nutné ještě stanovit průměrné vážené náklady kapitálu. Jistý problém zde činí poměr cizího a vlastního kapitálu jako u předchozího bodu, jelikož tato hodnota je výsledkem celého konečného ocenění. Proto byl proveden iterativní výpočet kapitálové struktury a následně dosazen výsledný poměr konečného ocenění. Následující tabulka tedy uvádí skutečný poměr kapitálu po celkovém iterativním výpočtu.

Tabulka č. 79: Průměrné vážené náklady kapitálu WACC (Vlastní zpracování dle 35)

	Váha	Náklad	Součin
Vlastní kapitál	71,64 %	24,90 %	17,84 %
Cizí kapitál	28,36 %	4,54 %	1,29 %
Průměrné vážené náklady kapitálu			19,13 %

Průměrné vážené náklady kapitálu podniku XY tedy činí 19,13 %. Rovněž ani u průměrných vážených nákladů kapitálu se podnik XY nijak razantně neodchyluje od

průměrné hodnoty těchto nákladů oboru, který za rok 2017 dosahuje hodnot 17,4 % dle informací z dat poskytnutých ministerstvem průmyslu a obchodu (36).

4.7 Návrh výsledného ocenění

V následující kapitole bude provedeno výsledné ocenění podniku XY pomocí výnosové metody diskontovaného peněžního toku ve variantě entity.

Principem metody DCF entity je dvoufázový výpočet volného cash flow, který dává současnou hodnotu budoucích cash flow, které podniku plynou od data ocenění (od začátku prognózy) až do nekonečna. První fáze spočívá ve stanovení současné hodnoty cash flow podniku za prognózované období. Na ní navazuje druhá fáze, ve které se předpokládá stabilní a trvalý růst volného cash flow.

Tabulka č. 80: Volné cash flow pro 1. fázi v tis. Kč (Vlastní zpracování dle 35)

	2018	2019	2020	2021
KPVH	13 503	11 501	18 364	22 369
Upravená daň	2 717	2 314	3 695	4 500
KPVH po dani	10 787	9 187	14 669	17 868
Odpisy	15 901	18 706	13 305	10 833
Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku	-22 000	-22 000	-21 000	-17 408
Investice do provozně nutného prac. Kapitálu	688	-1 968	-1 785	-1 872
FCFF	4 566	3 924	5 189	9 422
Odúročitel pro diskontní míru 19,13%	0,8394	0,7147	0,5915	0,4966
Diskontované FCFF k 31.12.2017	3 833	2 765	3 069	4 678
Současná hodnota 1. fáze	14 346			

Součet diskontovaných cash flow v jednotlivých letech představuje konečnou hodnotu první fáze, která u podniku XY činí 14 3468 tis. Kč.

Následující tabulka určuje pokračující hodnotu podniku XY od roku 2022. Hodnota druhé fáze lze stanovit Parametrickým nebo pomocí Gordonova vzorce, oba vzorce by měly vést ke stejnému výsledku.

Před výpočtem hodnoty podniku druhé fáze je nutné stanovit parametry, které jsou pro výpočet nezbytné. Následující tabulka zobrazuje přehled důležitých veličin.

Tabulka č. 81: Parametry pro pokračující hodnotu (Vlastní zpracování dle 35)

Tempo růstu g	2,82 %
Míra investic netto do DM a PK	9,31 %
Rentabilita investic netto	30,28 %

Tempo růstu bylo omezeno na maximální hodnotu, která odpovídá dlouhodobě udržitelnému růstu HDP, tato hodnota je stanovena na úroveň 2,82 %, jako průměr růstu HDP za roky 2008 až 2017. Míra investic do DM a PK byla stanovena jako podíl meziročního růstu investovaného kapitálu 2021 a 2022, který byl odvozen ze stanoveného tempa růstu a investovaného kapitálu roku 2021, a KPVH po dani roku 2021 taktéž navýšen o tempo růstu. Rentabilita investic netto pak byla zjištěna jako podíl tempa růstu a míry investic netto do DM a PK.

Tabulka č. 82: Současná hodnota 2. fáze v tis. Kč (Vlastní zpracování dle 35)

FCFF 2022	16 661
Parametrický vzorec	102 179
Gordonův vzorec	102 179
Současná hodnota 2. fáze	50 738

Tabulka výše uvádí pokračující hodnotu podniku XY prostřednictvím Gordonova a Parametrického vzorce. Vypočtené pokračující hodnoty byly diskontované na současnou hodnotu, která pro druhou fázi vychází 50 738 tis. Kč.

Nyní již jsou známy výsledné současné hodnoty obou fází a tak je možné stanovit celkovou výslednou hodnotu podniku XY.

Tabulka č. 83: Výsledná hodnota vlastního kapitálu v tis. Kč k 31.12.2017 (Vlastní zpracování dle 35)

Současná hodnota 1. fáze	14 346
Současná hodnota 2. fáze	50 738
Provozní hodnota brutto	65 084
Úročený cizí kapitál k danu ocenění	24 002
Provozní hodnota netto	41 082
Neprovozní majetek k datu ocenění	19 545
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle DCF	60 627

Tabulka uvádí výpočet výsledné hodnoty podniku XY, která odpovídá součtu hodnoty vlastního kapitálu první a druhé fáze, od nichž je odečten úročený cizí kapitál k datu

ocenění a následně přičtena hodnota neprovozního majetku k datu ocenění, jedná se konkrétně o provozně nepotřebné peněžní prostředky.

Výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku XY k 31.12.2017 podle metody DCF entity činí 60 627 tis. Kč.

ZÁVĚR

Hlavním cílem diplomové práce bylo stanovení hodnoty podniku XY k datu 31.12.2017 pomocí výnosové metoda diskontovaných cash flow ve variantě entity. I když podnik se zpracování práce souhlasil, nepřál si být z důvodu uvádění skutečných a citlivých informací jmenován, proto je podnik prezentován pod názvem XY.

Pro splnění hlavního cíle a tedy dosažení výsledného ocenění bylo potřebné splnit dílčí cíle. Zpracování práce předcházelo sběr informací o podniku, které byly dále využity jako východiska pro stanovení hodnoty. Prvním podstatným krokem bylo zpracování strategické analýzy, pomocí PEST analýzy, která hodnotila vnější prostředí podniku, dále vymezení konkurenčního prostředí a vnitřního prostředí podniku. Po strategické analýze následovala finanční analýza, která zhodnotila podnik z pohledu finanční situace. Výsledkem obou analýz byla SWOT analýza, která vyhodnotila silné a slabé stránky a příležitosti a hrozby podniku. Závěrem bylo konstatování předpokladu trvalého pokračování podniku, neboli tzv. princip going concern a tím pádem i možnost využití výnosové metody ocenění.

V následující části práce byla provedena analýza a predikce generátorů hodnoty, na jejichž základě potom bylo vyčísleno předběžné ocenění podniku ve třech variantách. Varianta pesimistická a optimistická určovaly, v jakém rozpětí by se měl pohybovat podnik při výsledném ocenění pomocí metody DCF entity.

Predikované generátory hodnoty také tvořily základní východiska pro sestavení finančního plánu podniku, který byl sestaven na roky 2018 až 2021. Finanční plán byl tvořen plánovaným výkazem zisků a ztrát, plánovaným výkazem cash flow a plánovanou rozvahou. V závěru finančního plánu byla provedena jeho finanční analýza, která poskytla informace o reálnosti finančního plánu a plánovanému finančnímu zdraví podniku.

Před samotným výsledným oceněním podniku bylo nutné stanovit průměrné vážené náklady kapitálu, které sloužili jako diskontní míra. Pro výpočet nákladů vlastního kapitálu byl využit modifikovaný model CAPM pro neamerické podniky.

Závěrečným krokem bylo na základě získaných výpočtů a informací provést ocenění metodou DCF entity k 31.12.2017. Hodnota podniku XY byla stanovena ve výši 60 627 tis. Kč.

Závěrem lze konstatovat, že hlavní cíl i všechny dílčí cíle vytyčené v úvodu této diplomové práce se podařilo splnit. Byla zjištěna objektivizovaná hodnota podniku XY ve výši 60 627 tis. Kč, čímž došlo k naplnění hlavního cíle.

SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ

- (1) MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. 4. upravené vyd. Praha: Ekopress, 2018, 551 s. ISBN 978-80-87865-38-5.
- (2) Ministerstvo financí České republiky. *mfcr.cz* [online]. ©2005-2013 [cit. 2018-10-23]. Dostupné z: https://www.mfcr.cz/assets/cs/media/2018_Ocenovaci-predpis.pdf
- (3) Zákon č.89/2012 Sb., občanský zákoník ze dne 3. února 2012
- (4) KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: C.H. Beck, 2001, 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
- (5) HÁLEK, Vítězslav. *Oceňování majetku v praxi*. 1. vyd. Bratislava: DonauMedia, 2009, 247 s. ISBN 978-80-89364-07-7.
- (6) MAŘÍK, Miloš. *Oceňování podniků*. Praha: Ekopress, 1996, 111 s. ISBN 80-901991-1-9.
- (7) International Valuation Standards Council. *ivsc.org* [online]. ©2018 [cit. 2018-11-23]. Dostupné z: <https://www.ivsc.org/files/file/view/id/646>
- (8) TYLL, Ladislav. *Podniková strategie*. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2014, 275 s. ISBN 978-80-7400-507-7.
- (9) SEDLÁČKOVÁ, H., K. BUCHTA. *Strategická analýza*. 2. vyd. Praha: C.H. Beck, 2006, 121 s. ISBN 80-7179-367-1.
- (11) KEŘKOVSKÝ, M., P. NOVÁK. *Finanční strategie: krok za krokem*. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2015, 204 s. ISBN 978-80-7400-562-6.
- (12) MRKVIČKA, J., P. KOLÁŘ. *Finanční analýza*. 2. vyd. Praha: ASPI, 2006, 228 s. ISBN 80-7357-219-2.
- (13) KOŠTAN, P., O. ŠULEŘ. *Firemní strategie: plánování a realizace*. Praha: Computer Press, 2002, 124 s. ISBN 80-7226-657-8.

- (14) MALLYA, T. *Základy strategického řízení a rozhodování*. Praha: Grada, 2007, 246 s. ISBN 978-80-247-1911-5.
- (15) KNÁPKOVÁ, A., D. PAVELKOVÁ. *Finanční analýza*. 1. vyd. Praha: Grada, 2010, 208 s. ISBN 978-80-247-3349-4.
- (16) RŮČKOVÁ, P., M. ROUBÍČKOVÁ. *Finanční management*. 1. vyd. Praha: Grada, 2012, 290 s. ISBN 978-80-247-4047-8.
- (17) MAŘÍK, Miloš. *Určování hodnoty firem*. Praha: Ekopress, 1998, 206 s. ISBN 80-86119-09-2.
- (18) KRABEC, Tomáš. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. 1. vyd. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2009, 264 s. ISBN 978-247-2865-0.
- (19) MAŘÍKOVÁ, P., M. MAŘÍK. *Diskontní mira pro výnosové oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: IOM-VŠE, 2008. 242 s. ISBN 978-80-245-1242-6.
- (20) MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-86929-80-40.
- (21) Podnik XY. *O podniku* [ústní sdělení]. Brno, 22.2.2019.
- (22) Demografické data v ČR. *Český statistický úřad* [online]. Brno: ČSÚ, ©2019 [cit. 2019-01-09]. Dostupné z: https://www.czso.cz/documents/10180/32955062/32018116_0101.pdf/748889F6-5739-401b-8aed-90924d1865af?version=1.2
- (23) Cestovní ruch. *Český statistický úřad* [online]. Brno: ČSÚ, ©2019 [cit. 2019-01-10]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/xc/kde-cesi-travili-v-roce-2017-dovolenou>
- (24) Makroekonomická predikce. *Ministerstvo financí ČR* [online]. Brno: Ministerstvo financí ČR, ©2015 [cit. 2019-01-10]. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce>

- (25) TSA – Hlavní ukazatele národního hospodářství a cestovního ruchu v ČR. *Český statistický úřad* [online]. Brno: ČSÚ, © [cit. 2019-01-10]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/tsa_hlavni_ukazatele_narodniho_hospodarstvi_a_cestovniho_ruchu_v_cr
- (26) TSA – Spotřeba výjezdového cestovního ruchu v ČR. *Český statistický úřad* [online]. Brno: ČSÚ, © [cit. 2019-01-10]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/tsa_t3_spotreba_vyjezdoveho_cestovniho_ruchu_v_cr
- (27) Základní charakteristika ekonomického postavení obyvatelstva. *Český statistický úřad* [online]. Brno: ČSÚ, © [cit. 2019-01-11]. Dostupné z: https://vdb.czso.cz/vdbvo2/faces/cs/index.jsf?page=vystup-objekt&pvo=ZAM01-B&skupId=426&katalog=30853&pvo=ZAM01-B&str=v467&u=v413__VUZEMI__97__19
- (28) Příjmy a životní úroveň. *Ministerstvo práce a sociálních věcí* [online]. Brno: MPSV, © [cit. 2019-01-11]. Dostupné z: <https://www.mpsv.cz/cs/625>
- (29) Historie kurzů měn. *Kurzy* [online]. Brno: Kurzy, ©2019 [cit. 2019-01-12]. Dostupné z: <https://www.kurzy.cz/kurzy-men/historie/>
- (30) O nás. *SKALLA* [online]. Brno: SKALLA, © 2019 [cit. 2019-02-03]. Dostupné z: <https://www.skalla.cz/o-nas>
- (31) O nás. *Čedok* [online]. Brno: Čedok, ©2019 [cit. 2019-02-03]. Dostupné z: <https://www.cedok.cz/cedok/>
- (32) Sbírka listin SKALLA CZ, s.r.o. *Veřejný rejstřík a Sbírka listin* [online]. Brno: Veřejný rejstřík a Sbírka listin, ©2019 [cit. 2019-02-02]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=120983>
- (33) Sbírka listin Čedok a.s. *Veřejný rejstřík a Sbírka listin* [online]. Brno: Veřejný rejstřík a Sbírka listin, ©2019 [cit. 2019-02-02]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=419230>

- (34) ČESKO. Zákon č. 159 ze dne 23. června 1999 o některých podmínkách podnikání v oblasti cestovního ruchu a o změně zákona č. 40/1964 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů, a zákona č. 455/1991 Sb., o živnostenském podnikání (živnostenský zákon), ve znění pozdějších předpisů. In: Sbírka zákonů České republiky [online]. 1999. [cit. 2019-02-01]. Dostupné z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/1999-159>
- (35) Podnik XY. *Výkazy – Rozvaha, Výkaz zisku a ztrát*.
- (36) Analytické materiály a statistiky. *Ministerstvo průmyslu a obchodu* [online]. Brno: MPO, ©2005 [cit. 2019-02-04]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/analyticke-materialy/>
- (37) TSA – Hlavní ukazatele národního hospodářství a cestovního ruchu v ČR. *Český statistický úřad* [online]. Brno: ČSÚ, © [cit. 2019-02-05]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/tsa_hlavni_ukazatele_narodniho_hospodarstvi_a_cestovni_ho_ruchu_v_cr
- (38) World Bank Open Data. *Inflation, consumer prices (annual %)* [online]. Brno: The World Bank Group, ©2019 [cit. 2019-04-12]. Dostupné z: <https://data.worldbank.org/indicator/fp.cpi.totl.zg>
- (39) TRADING ECONOMICS. *United States Government Bond 10Y* [online]. Brno: TRADING ECONOMICS, ©2019 [cit. 2019-04-12]. Dostupné z: <https://tradingeconomics.com/united-states/government-bond-yield>
- (40) DAMODARAN. *The Data Page* [online]. [cit. 2019-04-12]. Dostupné z: http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html#discrate
- (41) ČNB. Mezinárodní vztahy ú(online) cit. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/mezinarodni_vztahy/rating/.
- (42) GERŠLOVÁ, J. *Vádemékum vědecké a odborné práce*. Praha: Professional Publishing, 2009, 152 s. ISBN 978-80-7431-002-7.

(43) POKORNÝ, J. *Úspěšnost zaručena: jak efektivně zpracovat a obhájit diplomovou práci*. Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2004, 160 s. ISBN 978-80-7204-348-4.

SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK A SYMBOLŮ

CF	Cash flow (peněžní tok)
CR	Cestovní ruch
ČPK	Čistý pracovní kapitál
DCF	Diskontované peněžní toky
DHM	Dlouhodobý hmotný majetek
DM	Dlouhodobý majetek
EAT	Zisk po zdanění
EBIT	Zisk před zdaněním a úroky
EVA	Ekonomická přidaná hodnota
FCF	Volné peněžní toky
FCFF	Volné peněžní toky do firmy
HDP	Hrubý domácí produkt
KPVH	Korigovaný provozní výsledek hospodaření
VH	Výsledek hospodaření
VK	Vlastní kapitál
WACC	Průměrné vážené náklady kapitálu
ZK	Základní kapitál

SEZNAM GRAFŮ

Graf č. 1: Demografický vývoj v ČR.....	51
Graf č. 2: Vývoj HDP v ČR.....	54
Graf č. 3: Organizační struktura podniku XY.....	64
Graf č. 4: Komparace skutečné a prognózované produkce	98

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obrázek č. 1: Makrookolí a mikrookolí firmy.....	23
Obrázek č. 2: Porterův model pěti sil	26
Obrázek č. 3: SWOT analýza	34
Obrázek č. 4: Postup sestavování finančního plánu	40
Obrázek č. 5: Schéma výpočtu hodnoty metodou DCF entity	44

SEZNAM TABULEK

Tabulka č. 1: SLEPTE analýza	25
Tabulka č. 2: Schéma výpočtu FCF	43
Tabulka č. 3: Počet a věkové složení obyvatel	52
Tabulka č. 4: Podíl cestovního ruchu na HDP v ČR za 2009 – 2016	56
Tabulka č. 5: Spotřeba výjezdového CR za 2009 - 2016	56
Tabulka č. 6: Vývoj míry nezaměstnanosti, zaměstnanosti a průměrné mzdy za 2010 - 2017	57
Tabulka č. 7: Predikce vývoje míry nezaměstnanosti a zaměstnanosti	57
Tabulka č. 8: Vývoju kurzu	58
Tabulka č. 9: Predikce vývoje směnného kurzu	58
Tabulka č. 10: Horizontální analýza vybraných položek aktiv	69
Tabulka č. 11: Vertikální analýza vybraných položek aktiv	69
Tabulka č. 12: Horizontální analýza vybraných položek pasiv	71
Tabulka č. 13: Vertikální analýza vybraných položek pasiv	71
Tabulka č. 14: Horizontální analýza vybraných položek výkazu zisku a ztrát	73
Tabulka č. 15: Vertikální analýza vybraných položek výkazu zisku a ztrát	74
Tabulka č. 16: Rentabilita celkových vložených aktiv v %	77
Tabulka č. 17: Rentabilita vlastního kapitálu v %	77
Tabulka č. 18: Rentabilita tržeb v %	78
Tabulka č. 19: Obrat celkových aktiv	78

Tabulka č. 20: Doba obratu aktiv ve dnech	79
Tabulka č. 21: Doba inkasa pohledávek ve dnech.....	79
Tabulka č. 22: Doba splatnosti krátkodobých závazků ve dnech	79
Tabulka č. 23: Koeficient samofinancování v %	80
Tabulka č. 24: Celková zadluženost v %	81
Tabulka č. 25: Úrokové krytí	81
Tabulka č. 26: Běžná likvidita	82
Tabulka č. 27: Pohotová likvidita	83
Tabulka č. 28: Okamžitá likvidita	83
Tabulka č. 29: Altmanův model	84
Tabulka č. 30: Index IN05	85
Tabulka č. 31: Leasingy - TC, úroková míra, odpis	89
Tabulka č. 32: Leasing 1 - platby, úrok, úmor v Kč	90
Tabulka č. 33: Leasing 1 - úpravy rozvahy v Kč	90
Tabulka č. 34: Leasing 2 - platby, úrok, úmor v Kč	91
Tabulka č. 35: Leasing 2 - úpravy rozvahy v Kč	91
Tabulka č. 36: Leasing 3 - platby, úrok, úmor v Kč	92
Tabulka č. 37: Leasing 3 - úpravy rozvahy v Kč	92
Tabulka č. 38: Úpravy výkazů podniku o leasingové operace v tis. Kč	93
Tabulka č. 39: Provozně nutný investovaný kapitál v tis. Kč	94
Tabulka č. 40: Korigovaný provozní výsledek hospodaření v tis. Kč	95

Tabulka č. 41: Pearsonův korelační koeficient	97
Tabulka č. 42: Skutečný a kvadratické tempo růstu produkce v %	97
Tabulka č. 43: Prognóza produkce odvětví CR	98
Tabulka č. 44: Produkce trhu, tržní podíl a tržby podniku	99
Tabulka č. 45: Prognóza tržeb podniku	100
Tabulka č. 46: Zisková marže shora	101
Tabulka č. 47: Prognóza ziskové marže zdola – podíly z tržeb.....	102
Tabulka č. 48: Prognóza ziskové marže zdola.....	103
Tabulka č. 49: Doby obratu položek provozně nutného pracovního kapitálu ve dnech	104
Tabulka č. 50: Provozně nutné peněžní prostředky	104
Tabulka č. 51: Prognóza upraveného pracovního kapitálu	105
Tabulka č. 52: Součet tržeb podniku 2014 - 2017	106
Tabulka č. 53: Investiční náročnost dlouhodobého nehmotného majetku 2013 - 2017	106
Tabulka č. 54: Investiční náročnost hmotných movitých věcí a jejich souborů 2013 - 2017	106
Tabulka č. 55: Odhad investic pro budoucí období dle minulého koeficientu náročnosti	107
Tabulka č. 56: Plán DNM, investic a odpisů	107
Tabulka č. 57: Plán DHM, investic a odpisů	108
Tabulka č. 58: Plán dlouhodobého majetku, investic, odpisů	108
Tabulka č. 59: Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu za minulost.....	109

Tabulka č. 60: Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu prognóza	109
Tabulka č. 61: Předběžné ocenění - pesimistické, střední a optimistické.....	110
Tabulka č. 62: Citlivostní analýza hodnoty podniku na změnu WACC.....	111
Tabulka č. 63: Citlivostní analýza hodnoty podniku na změnu g.....	111
Tabulka č. 64: Úrokové sazby cizího kapitálu.....	112
Tabulka č. 65: Plánovaný výkaz zisků a ztrát v tis. Kč	113
Tabulka č. 66: Plánovaný výkaz peněžních toků z provozního majetku v tis. Kč	114
Tabulka č. 67: Plánovaná platba nákladových úroků v tis. Kč.....	115
Tabulka č. 68: Plánovaný výkaz peněžních toků z neprovozního majetku v tis. Kč....	115
Tabulka č. 69: Plánovaný výkaz peněžních toků z finanční činnosti v tis. Kč.....	116
Tabulka č. 70: Plánovaný výkaz peněžních toků v tis. Kč	116
Tabulka č. 71: Plánovaná aktiva v tis. Kč.....	117
Tabulka č. 72: Plánovaná pasiva v tis. Kč	118
Tabulka č. 73: Ukazatele rentability plánu	119
Tabulka č. 74: Ukazatele zadluženosti plánu.....	119
Tabulka č. 75: Ukazatele likvidity plánu	119
Tabulky č. 76: Ukazatele aktivity plánu ve dnech.....	119
Tabulka č. 77: Náklady na cizí kapitál	120
Tabulka č. 78: Náklady vlastního kapitálu - model CAPM pro neamerické podniky..	121
Tabulka č. 79: Průměrné vážené náklady kapitálu WACC	122
Tabulka č. 80: Volné cash flow pro 1. fázi v tis. Kč	123

Tabulka č. 81: Parametry pro pokračující hodnotu.....	124
Tabulka č. 82: Současná hodnota 2. fáze v tis. Kč	124
Tabulka č. 83: Výsledná hodnota vlastního kapitálu v tis. Kč k 31.12.2017	124

SEZNAM PŘÍLOH

Příloha 1: Rozvaha – aktiva podniku XY 2013 - 2017

Příloha 2: Rozvaha – pasiva podniku XY 2013 - 2017

Příloha 3: Výkaz zisků a ztrát podniku XY 2013 - 2017

Příloha 1: Rozvaha – aktiva podniku XY 2013 - 2017

řádku výkazu	Obsah položky		2 013	2 014	2 015	2 016	2 017
	AKTIVA CELKEM		74 300	77 602	93 273	85 704	86 321
A.	Pohledávky za upsaný základní kapitál						
B.	Stálá aktiva		12 039	19 439	24 765	23 761	19 121
	B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	295	156
	B.I.1.	Nehmotné výsledky vývoje					
	B.I.2.	Ocenitelná práva				295	156
		B.I.2.1. Software				295	156
	B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek	12 039	19 439	24 765	23 466	18 965
	B.II.2.	Hmotné movité věci a jejich soubory	12 039	19 439	24 765	23 466	18 965
	B.III.	Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
C.	Oběžná aktiva		58 965	55 085	65 383	58 359	63 385
	C.I.	Zásoby					
	C.II.	Pohledávky	37 180	42 537	40 024	38 486	41 879
		C.II.2. Krátkodobé pohledávky	37 180	42 537	40 024	38 486	41 879
		C.II.2.1. Pohledávky z obchodních vztahů	460	324	802	236	574
		C.II.2.2. Pohledávky – ovládaná nebo ovládající osoba					
		C.II.2.3. Pohledávky – podstatný vliv					
		C.II.2.4. Pohledávky – ostatní	36 720	42 213	39 222	38 250	41 305
		C.II.2.4.1. Pohledávky za společníky					
		C.II.2.4.2. Sociální zabezpečení a zdravotní					
		C.II.2.4.3. Stát – daňové pohledávky	5 437	6 409	4 509	2 045	1 522
		C.II.2.4.4. Krátkodobé poskytnuté zálohy	31 283	35 354	34 713	36 205	39 770
		C.II.2.4.5. Dohadné účty aktivní		450			
		C.II.2.4.6. Jiné pohledávky					13
	C.III.	Krátkodobý finanční majetek					
		C.III.1. Podíly – ovládaná nebo ovládající osoba					
		C.III.2. Ostatní krátkodobý finanční majetek					
	C.IV.	Peněžní prostředky	21 785	12 548	25 359	19 873	21 506
		C.IV.1. Peněžní prostředky v pokladně	8 170	3 971	9 905	7 153	12 060
		C.IV.2. Peněžní prostředky na účtech	13 615	8 577	15 454	12 720	9 446
D.	Časové rozlišení aktiv		3 296	3 078	3 125	3 584	3 815
	D.1.	Náklady příštích období	3 296	3 078	3 125	3 584	3 815
	D.2.	Komplexní náklady příštích období					
	D.3.	Příjmy příštích období					

Příloha 2: Rozvaha – pasiva podniku XY 2013 - 2017

řádek výkazu	Obsah položky		2 013	2 014	2 015	2 016	2 017
	PASIVA CELKEM		74 300	77 602	93 273	85 704	86 321
A.	Vlastní kapitál		22 522	22 247	23 637	16 977	16 811
	A.I.	Základní kapitál	18 744	18 836	19 423	14 176	13 042
		A.I.1. Základní kapitál	18 744	18 836	19 423	14 176	13 042
	A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let (+/-)					
		A.IV.1. Nerozdělený zisk nebo neuhrazená ztráta minulých let (+/-)					
		A.IV.2. Jiný výsledek hospodaření minulých let (+/-)					
	A.V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období	3 778	3 411	4 214	2 801	3 769
	A.VI.	Rozhodnuto o zálohové výplatě podílu na zisku					
B+C	CIZÍ ZDROJE		11 507	15 379	27 435	27 674	25 250
B.	Rezervy						
C.	Závazky		11 507	15 379	27 435	27 674	25 250
	C.I.	Dlouhodobé závazky	1 541	7 696	19 284	19 567	17 009
		C.I.2. Závazky k úvěrovým institucím	1 541	7 696	19 284	19 567	17 009
	C.II.	Krátkodobé závazky	9 966	7 683	8 151	8 107	8 241
		C.II.4. Závazky z obchodních vztahů	6 959	4 275	5 073	5 229	5 164
		C.II.8. Závazky ostatní	3 007	3 408	3 078	2 878	3 077
		C.II.8.1 Závazky ke společníkům					
		C.II.8.2 Krátkodobé finanční výpomoci					
		C.II.8.3 Závazky k zaměstnancům	1 168	1 248	1 341	1 349	1 506
		C.II.8.4 Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	610	624	647	689	704
		C.II.8.5 Stát – daňové závazky a dotace	417	450	834	397	433
		C.II.8.6 Dohadné účty pasivní	945	1 300	188	442	432
		C.II.8.7 Jiné závazky	-133	-214	68	1	2
D.	Časové rozlišení pasiv		40 271	39 976	42 201	41 053	44 260
	D.1.	Výdaje příštích období					
	D.2.	Výnosy příštích období	40 271	39 976	42 201	41 053	44 260

Příloha 3: Výkaz zisků a ztrát podniku XY 2013 - 2017

řádek výkaz u	Obsah položky		2 013	2 014	2 015	2 016	2 017
I.	Tržby z prodeje výrobků a služeb		268 312	279 702	287 711	281 532	292 319
II.	Tržby za prodej zboží		62	161	311	330	445
A.	Výkonová spotřeba		214 909	225 208	229 327	224 014	231 332
	A.1.	Náklady vynaložené na prodané zboží	62	78	246	236	391
	A.2.	Spotřeba materiálu a energie	20 380	19 151	21 911	18 078	19 186
	A.3.	Služby	194 467	205 979	207 170	205 700	211 755
B.	Změna stavu zásob vlastní činnosti (+/-)						
C.	Aktivace (-)						
D.	Osobní náklady		24 317	24 434	25 426	25 800	28 499
	D.1.	Mzdové náklady	17 545	18 165	18 946	19 113	21 335
	D.2.	Náklady na sociální zabezpečení, zdravotní pojištění a ostatní	6 772	6 269	6 480	6 687	7 164
	D.2.1.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	6 377	5 875	6 069	6 066	6 613
	D.2.2.	Ostatní náklady	395	394	411	621	551
E.	Úpravy hodnot v provozní oblasti		8 801	9 306	11 975	13 633	12 987
	E.1.	Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného	8 801	9 306	11 975	13 633	12 987
	E.1.1.	Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku – trvalé	8 801	9 306	11 975	13 633	12 987
III.	Ostatní provozní výnosy		8		920	395	315
	III.1.	Tržby z prodaného dlouhodobého majetku	2		864	17	300
	III.2.	Tržby z prodaného materiálu					15
	III.3.	Jiné provozní výnosy	6		56	378	
F.	Ostatní provozní náklady		6 134	6 625	4 853	8 530	9 391
	F.1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku					
	F.2.	Prodávající materiál					
	F.3.	Daně a poplatky	5 713	6 209	4 801	5 504	4 290
	F.4.	Rezervy v provozní oblasti a komplexní náklady přístích					
	F.5.	Jiné provozní náklady	421	416	52	3 026	5 101
* Provozní výsledek hospodaření (+/-)			14 221	14 290	17 361	10 280	10 870
VI.	Výnosové úroky a podobné výnosy		1	1			
	VI.1.	Výnosové úroky a podobné výnosy – ovládaná nebo					
	VI.2.	Ostatní výnosové úroky a podobné výnosy	1	1			
I.	Úpravy hodnot a rezervy ve finanční oblasti						
J.	Nákladové úroky a podobné náklady		72	459	620	631	937
	J.1.	Nákladové úroky a podobné náklady – ovládaná nebo					
	J.2.	Ostatní nákladové úroky a podobné náklady	72	459	620	631	937
VII.	Ostatní finanční výnosy		2 413	2 208	1 127	2 051	2 302
K.	Ostatní finanční náklady		11 669	11 788	12 613	8 261	7 540
* Finanční výsledek hospodaření (+/-)			-9 327	-10 038	-12 106	-6 841	-6 175
** Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)			4 894	4 252	5 255	3 439	4 695
L.	Daň z příjmů		1 117	841	1 040	637	924
	L.1.	Daň z příjmů splatná	1 117	841	1 040	637	924
	L.2.	Daň z příjmů odložená (+/-)					
** Výsledek hospodaření po zdanění (+/-)			3 777	3 411	4 215	2 802	3 771
M.	Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-)						
*** Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)			3 777	3 411	4 215	2 802	3 771
* Čistý obrát za účetní období			270 796	282 072	290 069	284 308	295 381